حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية

الدكتور / محمد إبراهيم موسى
أستاذ مساعد وقائم بعمل رئيس قسم القانون التجارى
كلية الحقوق – جامعة طنطا

مقدمة

تُعد الشركات التجارية من أهم الموضوعات التى أولاها القانون التجارى اهتمامه. وتأتى هذه الأهمية من المكانة التى تحتلها تلك الشركات فى الحياة الاقتصادية. فحيوية المصالح التى تهدف إلى تحقيقها وما تلعبه من دور فى ازدهار النشاط الاقتصادى تدفع دوما المشرع، فى معظم النظم القانونية، إلى انتقاء القواعد القانونية التى تكفل لها الازدهار والرواج. فالشركات باعتبارها تجميعاً لجهود الأفراد ومدخراتهم، تمثل السبيل الأمثل للنهوض بالاقتصاد القومى، إذ تحقق ما يعجز الأفراد عن فعله لو عمل كل منهم بمفرده مهما بلغت إمكانياته وقدراته([1]).

فالشركات التجارية، خاصة العملاقة منها، لن تحقق أهدافها فى نمو المجتمع والنهوض بالاقتصاد القومى إلا إذا تأكد المستثمرون أنهم يوجهون أموالهم إلى المكان المناسب والنشاط الأمثل. ولهذا السبب يأتى دور الفقهاء، فكلما زاد عدد الشركات الكبرى وكلما تراكمت رؤوس الأموال، كلما تعاظمت التزامات الفقهاء. فلاشك أن تطور العلاقات التجارية وتزايد دور الشركات يفرضا على فقهاء القانون التزامات عديدة ومترامية، مصدرها إيجاد الوسيلة أو الأداة التى تضمن توفير المناخ الملائم لهذا التطور وذلك التزايد. فكل هذه أمور تحتاج إلى سياج قانونى يوفر لها أقصى درجات الأمان، لاسيما أن الشركات العملاقة يتداخل فيها الاقتصاد مع القانون، بحيث يعطى لها الأول مادة النشاط، بينما يرسم لها الثانى الإطار القانونى. ففى مجال الشركات العملاقة لا يمكن الفصل بين الاقتصاد والقانون. ويتعاظم هذا التداخل عندما تقوم تلك الشركات

([1]) د/ محمد فريد العرينى، الشركات التجارية، المشروع التجارى الجماعى بين وحدة الإطار القانونى وتعدد الأشكال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2009، فقرة 1، صـ7 ؛ د/أحمد محمد محرز، الوسيط فى الشركات التجارية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط2، 2004، فقرة2، صـ10 ؛ د/ حسين فتحى، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، 2009، ص3.

بقيد الأوراق التى تصدرها فى بورصات الأوراق المالية، إذ يحتاج المساهمون فيها والمتعاملون معها إلى مزيد من الأمان لاسيما من حيث شرعية المعاملات والتعامل وسرعة التنفيذ وانضباط دور الوسطاء ودقة تحليل الظواهر التى تؤثر فى فعالية الأداء.

وإذا كان اختيارنا قد وقع على حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية([1])، فإن هذا يرجع إلى ما تلعبه بورصات الأوراق المالية من دور فى تداول رؤوس أموال تلك الشركات، وتدعيم مركزها المالى. فاستقرار البورصة وحسن أدائها يساعد على تطور حجم المعاملات من ناحية، وزيادة عدد الشركات المقيدة بها من ناحية أخرى([2]). ولا ينكر أحد أن هذا الاستقرار يلزمه مجموعة من الضوابط ويحتاج إلى الشفافية والإفصاح، سواء من جانب الشركات المقيدة لأوراقها المالية فى تلك الأسواق، أو من جانب إدارة تلك الأسواق نفسها([3]). فمما لاشك فيه «أن من أهم مقومات نجاح أى بورصة هو نشر الوعى والإدراك بكيفية التعامل فيها، فضلاً عن نشر المعلومات والإفصاح

([1]) وذلك على الرغم من قول البعض بأن معظم الكتابات تركز على هذا الموضوع، متجاهلة تماماً الشركات العائلية، والتى تحتل مكانة هامة وتسيطر على اقتصاديات معظم الدول النامية، بل إنها تحتل مكانة بارزة فى الدول المتقدمة أيضاً. هذا ما يذهب إليه ستيفين ديفيز بقوله «لقد ركزنا جميعاً وبصفة تكاد تكون شاملة على مسألة حوكمة الشركات فى الشركات العامة أو المدرجة للتداول فى سوق الأوراق المالية أو التى يتم تداولها فى السوق. ونحن جميعاً نعلم أن 90% أو أكثر من الصفقات فى مختلف أنحاء العالم تتم عن طريق شركات إما خاضعة لإدارة العائلة أو مملوكة عائلياً (دليل تأسيس حوكمة الشركات فى الأسواق الصاعدة، الصادر عن CIPE مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2005، ص10)».

([2]) أ/ حسين عبد المطلب الأسرج، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية فى الدول العربية، مجلة مصر المعاصرة، العدد 481، يناير 2006، صـ371 وما بعدها.

([3]) راجع التقرير السنوى للبورصة المصرية، مؤسسة الأهرام، 2000، ص61-62، حيث ورد به أن أسواق المال الناشئة لم تعد تتأثر فقط بالأحداث الداخلية، وإنما أيضا بالتقلبات التى تشهدها الأسواق العالمية. وأن هذا التأثر، خاصة بالأسواق الأمريكية، يرجع إلى العديد من الأسباب، أجملتها الدراسة فى أربعة. قارب من هذا المعنى أيضا، د/أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية فى الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق أسيا، دار النيل للطباعة والنشر، 2001، صـ30 وما بعدها؛ د/ زينب توفيق السيد عليوة، المستثمرون الأجانب فى البورصة المصرية خلال الفترة من 1997 إلى 2005، مجلة مصر المعاصرة، العدد 482، أبريل 2006، صـ475 ؛

KENADJIAN P.: L'expérience américaine, petites affiches, 16 October, n^{o} 124, 1998, p.3

الكامل فى السوق. وغنى عن الذكر أن السوق المصرى مازال يعانى من غياب المعلومة وعدم عرضها بأسلوب تحليلى مبسط يسهل على المستثمر فهمها واستيعابها ومن ثم اتخاذ قراراته الاستثمارية. وجدير بالذكر أن نشر المعلومة فى حد ذاته غير كافٍ لتحقيق هذا الهدف المرجو، إذ أن أسلوب عرض وصياغة هذه المعلومة بالإضافة إلى توقيت نشرها هو أمر فى غاية الأهمية لتحقيق الشفافية المنشودة، وهو الأمر الذى تسعى إدارة بورصتى القاهرة والإسكندرية إلى ترسيخه وتعميقه فى السوق المصرى لكى تتمتع بقدر كافٍ من تلك الشفافية([1])».

فلقد أصبحت الحوكمة من أهم الموضوعات التى توليها المؤسسات والمنظمات الدولية اهتمامها، بل أنها تُعد من الموضوعات الملحة على جداول أعمالها. هذا ما يبرزه دليل تأسيس حوكمة الشركات فى الأسواق الصاعدة، الصادر عن CIPE (مركز المشروعات الدولية الخاصة)، بتقريره أن تداعيات الأحداث التى وقعت خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين جعلت من قضية حوكمة الشركات واحدة من القضايا الملحة على جدول أعمال المؤسسات والمنظمات الدولية. فبعد فضيحة بنك الائتمان والتجارة الدولى BCCI، وأزمة المدخرات والقروض فى الولايات المتحدة، وحالات الفشل المؤسسى فى روسيا وآسيا والولايات المتحدة، طفت حوكمة الشركات على السطح، ليس فقط فى المجتمع الدولى للأعمال أو فى نطاق المؤسسات الدولية، وإنما أيضاً فى الدول النامية والاقتصاديات المتحولة والأسواق الناشئة. فمن جماع هذه الأحداث اتضح للجميع أن انعدام الحوكمة يمكن مجلس الإدارة والموظفين فى الشركة من نهب أموالها وإهدار حقوق المساهمين والدائنين وأصحاب المصالح فيها([2]). فما تتيحه مراكز هؤلاء الأشخاص من معرفة ودراية بأمور

([1]) د/ سامح يوسف الترجمان، تقديم التقرير السنوى للبورصة المصرية، الكتاب الاقتصادى، مؤسسة الأهرام، 2000، ص3.

([2]) فإذا كانت الحوكمة تدفع إدارة الشركة إلى الاهتمام بأصحاب المصالح وتنظيم الأرباح، فان هذا لا يعنى إهدار الهدف الأساسى للشركة وهو تحقيق الربح. فالاهتمام بهؤلاء الأشخاص يسير بالتوازى مع تحقيق هذا الهدف. هذا ما أشارت إليه Patricia A. Small بقولها أن الاهتمام بأصحاب المصلحة وتحقيق الربح يسيران جنبا إلى جنب مع النمو الانتاجى، أو بمعنى آخر مع الاستخدام الحكيم لرأس المال (Corporations Must Act Ethically, CIPE, Economic Reform Today,

ومعلومات لا تتاح للآخرين تمكنهم من إمكانية استغلالها وتحقيق الأرباح من ورائها. «ففى اقتصاد العالم الحالى تصبح الشركات بل والدول التى تضعف فيها ممارسات حوكمة الشركات أكثر عرضة لنتائج وخيمة تفوق بكثير مجرد الفضائح والأزمات المالية([1])».

ففى عصر العولمة وفى ظل سياسات تحرير أسواق المال أصبحت الشركات الوطنية عرضة لمنافسة قوية وشرسة من الشركات الأجنبية، الأمر الذى يفرض عليها خلق مصادر جديدة للتمويل. فتحقيق التوسع وزيادة القدرة على المنافسة، سواء على المستوى الوطنى أو الدولى، يقتضى الحصول على أموال كثيرة تفوق المصادر التقليدية لتمويل الشركات والمؤسسات المالية. وعليه فإن الإخفاق فى الحصول على هذه الأموال وتوفير تلك المصادر غير التقليدية للتمويل سوف يضعف من قدرة تلك الشركات على المنافسة، بل إنه قد يقودها إلى الانهيار، وهو ما يؤثر بدوره على الاقتصاد الوطنى، لما يقود إليه وضع تلك الشركات من بطالة أو على الأقل من إهدار لبعض المكاسب الاجتماعية والاقتصادية.

فحوكمة الشركات تساعد على القضاء على مثل هذه المخاطر، لما توفره للشركة من مقدرة على التنافس والتواجد فى الأسواق الدولية، وبالتالى الاستفادة مما تفتحه العولمة من أسواق جديدة وجذب لرؤوس الأموال الكافية التى تجنب الشركة الأزمات والاقتصاد الوطنى الإخفاق([2]). فتلك الحوكمة تجنب الشركة الفساد وسوء الإدارة، وهما العاملان اللذان يقودان إلى فرار

---

www.cipe.org/ert/e31-1,p.3).

([1]) تأسيس حوكمة الشركات فى الأسواق الصاعدة، CIPE ، 2005، ص3؛ البنك الأهلى المصرى، أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة فى الشركات (حوكمة الشركات)، النشرة الاقتصادية، العدد 2، المجلد 56 ، 2003، ص39؛ د/ ماجدة شلبى، تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية فى ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، مجلة مصر المعاصرة، العدد 492، أكتوبر 2008، ص39.

([2]) د/سيد إبراهيم عبد الفضيل، أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على سوق رأس المال المصرى فى ظل عولمة الأسواق الصاعدة، مجلة مصر المعاصرة، العدد 483، يوليو 2006، صـ361 ؛ د/ عبد الستار عبد الحميد محمد سلمى، حوكمة الشركات والنمو الاقتصادى مع الإشارة للوضع فى مصر، مجلة مصر المعاصرة، العدد 492، أكتوبر 2008، صـ223 وما بعدها.

رؤوس الأموال وإضعاف قدرة الشركات المالية. فالمستثمر يرفض الاستثمار فى الشركات الفاسدة التى تقودها إدارة سيئة، لأنه ينأى بنفسه عن سداد ديونها أو بمعنى أدق فاتورة فسادها([1]). فقبل أن يلتزم المستثمر«بأى مبلغ أصبح يطلب إثبات أن الشركة تدار وفق ممارسات الأعمال السليمة التى تقلل إلى أدنى حد احتمالات الفساد وسوء الإدارة. وعلاوة على ذلك فإن المستثمرين أو المؤسسات سواء فى بوجوتا أو بوسطن أو بكين أو برلين يريدون أن يكونوا قادرين على تحليل ومقارنة فرص الاستثمار المحتملة بنفس معايير الشفافية والوضوح والدقة المتبعة أيضاً فى الحسابات الختامية قبل الشروع فى الاستثمار. والحقيقة أن تكوين مصداقية الشركة وجعلها قادرة على تحمل النقد من قبل المستثمرين الدوليين يفوق مجرد التسويق العالمى، لأن ذلك أصبح أساسياً لازدهار ونمو الشركات المحلية والاقتصاديات الوطنية ككل([2])».

لهذا جاء اهتمام الدولة وعلى جميع المستويات بحوكمة الشركات. فعلى الصعيد الرسمى أصدر مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال فى جلسته رقم 3 لسنة 2007 القرار رقم 11 لسنة 2007 بشأن القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية وغير المقيدة بالبورصة. وعلى الصعيد غير الرسمى عقدت مؤتمرات عديدة تهدف إلى التعريف بهذا المفهوم وإبراز مدى أهمية ضبط هذا المصطلح وما يمكن أن يترتب عليه من نتائج وما يبرزه من خصائص أهمها الانضباط والشفافية فضلاً عن العدالة والاستقلالية([3]).

وفى سبيل تحقيق هذا الهدف وإبراز هذه الخصائص وقع اختيارنا على هذا الموضوع لكى نساهم بدور فى هذا السعى، وهو الأمر الذى يقتضى منا

([1]) FISHER J. & BEWSEY J. : The law of investor protection, Sweet & Maxwell Ltd, 1997, p.287 et s.

([2]) دليل تأسيس حوكمة الشركات فى الأسواق الصاعدة، المرجع السابق، ص5.

([3]) راجع فى هذا الخصوص، مؤتمر مستقبل الاقتصاد المصرى فى ظل ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة (www.hawkama.net/Events.asp?id=1). راجع أيضا ورش العمل التى عقدت فى مصر فى الفترة من يناير 2003، وحتى مارس 2003، كتلك المتعلقة بالحوكمة من المنظور المصرفى (فبراير 2003، أو المتعلقة بالقواعد المنظمة لحوكمة الشركات فى مصر من منظور الأجهزة الرقابية ومجتمع الأعمال الخاص (مارس 2003)، أو الخاصة بالإطار المحاسبى والإفصاح لهيكل حوكمة الشركات فى مصر(يناير 2003).

بيان ماهية الحوكمة (**فصل أول**)، ثم بيان علاقة البورصة بالحوكمة (**فصل ثانى**).

الفصل الأول
ماهية الحوكمة

لقد تزايد الاهتمام بهذا المفهوم على جميع الأصعدة وعلى مستوى كافة الدول، المتقدمة منها أو ما توصف بدول العالم الثالث، خاصة بعد تلك الأزمات والهزات التى تعرضت لها بعض دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا فى نهاية القرن الماضى، بل وبعد تلك التداعيات والانهيارات المالية والمحاسبية لعدد من الشركات الأمريكية فى بداية القرن الحالى.

فبعد تلك الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التى شهدتها الاقتصاديات المتقدمة والناشئة على السواء، تطرق النظر إلى الدور الذى تلعبه الحوكمة فى تلافى حدوث مثل هذه الانهيارات أو التعرض لمثل هذه الأزمات، بل على العكس ما يمكن أن تلعبه من دور فى المحافظة على سلامة تلك الاقتصاديات وتحقيق التنمية الشاملة لكل دول المجتمع الدولى.

وهكذا يتعين علينا التعرض لمفهوم الحوكمة (**مبحث أول**)، قبل بيان معايير أو ضوابط الحوكمة (**مبحث ثانى**).

المبحث الأول
مفهوم الحوكمة

فى الحقيقة لا يوجد على المستوى العالمى تعريف متفق عليه لحوكمة الشركات سواء بين رجال الاقتصاد أو القانون أو حتى على مستوى المحللين. ويرد البعض هذا الافتقار إلى تداخل هذا المفهوم فى العديد من الأمور التنظيمية والاقتصادية والمالية والاجتماعية وتأثيره ليس فقط على المستوى الاقتصادى، وإنما على المجتمع ككل. وهو الأمر الذى يقتضى التعرض لهذا المفهوم بما يثيره من خلاف فقهى (**مطلب أول**)، وذلك قبل بيان مزاياه (**مطلب ثانى**).

المطلب الأول
تعريف الحوكمة

فى البداية يتعين القول بأنه لا يوجد مرادف محدد فى اللغة العربية لمصطلح Corporate Governance. لهذا طرح العلماء ورجال الفقه والقانون العديد من المصطلحات، يعد أهمها مصطلح الحوكمة([1]). وبصرف النظر عن الاختلاف حول المرادف لهذا المصطلح، فلم تألوا المؤسسات الدولية جهداً فى التعرض لهذا المفهوم بالدراسة والتحليل حتى يمكن للدول الاستفادة التامة من مزاياه وخصائصه لتطوير الأطر القانونية والمؤسسية فى جميع الشركات، العامة منها والخاصة، المقيدة وغير المقيدة ببورصة الأوراق المالية. ويأتى على رأس هذه المؤسسات منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية OECD والتى أصدرت فى عام 1999 مبادئ حوكمة الشركات([2])، والتى تدور معظمها حول السبل الإرشادية لتدعيم إدارة الشركات وكفاءة أسواق المال، بل تلك التى تساعد على استقرار الاقتصاد ككل([3]). وهى تلك الخطوط التى حرصت المنظمة العالمية لمشرفى الأوراق المالية IOSCO([4])، على التأكيد عليها من أجل الحفاظ على سلامة أسواق المال واستقرار الاقتصاديات.

([1]) راجع فى الفقه العربى، د/عبد الستار عبد الحميد محمد سلمى، حوكمة الشركات والنمو الاقتصادى، المرجع السابق، ص222 وما بعدها؛ د/ زينب توفيق السيد عليوة، المستثمرون الأجانب فى البورصة المصرية، المرجع السابق، صـ459؛ أ/ نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات .. سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، www.cipe-arabia.org، ص1. وفى الفقه الفرنسى:
DION N.: Corporate governance et sociétés françaises, Juris – Classeur, droit des sociétés, juillet – août, 1995; TUNC A.: Le gouvernement des sociétés anonyms, le movement de réforme aux Etats-unis et au Royaume-Uni, RID Comp, 1994, p. 59 et s.

([2]) راجع كذلك الإرشادات التى وضعتها لجنة كادبورى Cadbury commission فى بريطانيا، ولجنة فينو Vienot فى فرنسا، ولجنة كينج فى جنوب إفريقيا، وتدور جميعها حول إدراك الدول المتقدمة وشركاتها الصناعية أن جذب الاستثمارات وتقوية القدرة على التنافس على المستويين الوطنى والدولى يقتضيان القيام بإصلاحات داخلية والاعتماد على حوكمة الشركات.

([3]) OECD, Principles of corporate governance, 2004, p. 5 et s.

([4]) International organization for securities.

فـى الواقـع إن الحوكمـة تعنـى أسـلوب الإدارة المثلـى سـواء مـن حيـث الاسـتقلال والتوجيـه أو إحكـام الرقابـة([1])، فالحوكمـة تعنـى إذن وضـع النظـام الأمثل الذى يتم من خلاله استغلال موارد الشركات وحسن توجيهها ومراقبتها من أجل تحقيق أهداف الشركة والوفاء بمعايير الإفصاح والشفافية. ومن هذا التعريف يتضح أن هذا المصطلح يعنى :

أولاً: وضع الإطار أو النظام الأمثل الذى يمكن عن طريقه الاستغلال والتوجيه.

ثانياً: حسن مراقبة الشركة سواء تمثلت فى رقابة داخلية أو خارجية، وهو الأمر الذى يتعين التعرض إليه بشئ من التفصيل، وذلك على النحو التالى:

الفرع الأول : وضع الإطار أو نظام التوجيه.

الفرع الثانى : رقابة الشركة.

الفرع الأول
إطار التوجيه

تعد إدارة الشركة هى الجهة المنوط بها رسم سياستها وتوجيهها نحو تحقيق أهدافها من ناحية، والمعاملة العادلة لجميع أصحاب المصالح من ناحية أخرى. فرسم السياسات وتنفيذ التوجيهات بطريقة تحمى أموال المستثمرين والمقرضين يظهر بوضوح حسن إدارة الشركة وتبنيها لنظام شفاف يضمن للشركة النجاح ويحميها من الفساد، كما أنه يوفر معاملة نزيهة لجميع أصحاب المصالح فيها، هذا فضلاً عن أنه يؤدى إلى تطوير القيم الأساسية لاقتصاد السوق. فرسم إطار أو نظام التوجيه لا يعطى الفرصة لمن يملكون رأس المال فى توجيه أو إدارة الشركة، كما أنه يجنب هذه الأخيرة من تدخل كل المساهمين فيها فى إدارتها. فإذا كان الأصل العام أن الجمعية العامة للمساهمين هى الجهة صاحبة السلطة العليا فى إدارة الشركة، فإن مجلس الإدارة يُعد الجهاز التنفيذى

([1]) فحوكمة الشركات تعنى بوضوح كيفية إدارة الشركة وتحديد مصيرها. ولقد جاء هذا التعريف فى الدليل الذى أصدره مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE عن حوكمة الشركات فى الأسواق الصاعدة، إذ ورد فيه أنه قد اتضح تماماً أن كيفية إدارة الشركات (أى حوكمة الشركات) تحدد بدرجة كبيرة مصير الشركات ومصير الاقتصاديات كلها فى عصر العولمة، ص3.

الذى يتولى تسيير أعمال الشركة وإدارة شئونها([1]). فهو الجهة صاحبة السيادة الفعلية فى الشركة، على الرغم من أن الجمعية العامة للمساهمين هى الجهة صاحبة السيادة القانونية فيها، إذ نادراً ما تباشر إشرافاً جاداً على أعمال المجلس([2]). فوفقاً للنظام القانونى الذى رسمه المشرع لشركات المساهمة تملك الجمعيات العامة للمساهمين سلطات واسعة فى اتخاذ القرارات وإدارة الشركة. ومن ثم يستطيع المساهمون الذين يملكون أغلبية رأس المال توجيه وإدارة الشركة بما يحمى مصالحهم الخاصة دون مراعاة لمصالح الأقلية([3]). فلقد كشف الواقع العملى لتلك الشركات عن تحكم أصحاب الأموال فى القرارات الصادرة لتحقيق سياسة معينة أو مصلحة ما.

ولكن مع الحوكمة والإدارة الرشيدة للشركة واتضاح السياسة أو الإطار العام لها لا يملك هؤلاء المساهمون الاتجاه بالإدارة إلى اتخاذ قرارات تحمى أموالهم أو تحقق مصالحهم فقط دون اكتراث لمصالح الآخرين من مقرضين ومستثمرين. فرسم السياسة أو إطار التوجيه يؤدى إلى خلق ضمانات فاعلة ضد الفساد وتوجه الإدارة. فرسم هذا الإطار ليس إذن وسيلة لحماية الشركة فقط من

([1]) د/ محمد فريد العرينى، الشركات التجارية، المرجع السابق، فقرة 259، صـ254 ؛ د/سميحة القليوبى، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، 1989 ؛ د/ أبو زيد رضوان، الشركات التجارية، شركات المساهمة (وفقا لأحكام القانون رقم 159 لسنة 1981) والقطاع العام، دار الفكر العربى، 1983، فقرة 173 وما بعدها، صـ202 وما بعدها ؛ د/ أحمد محمد محرز، الوسيط فى الشركات التجارية، المرجع السابق، فقرة 487 وما بعدها، صـ521 وما بعدها.

([2]) د/ حماد مصطفى عزب، حق المساهمين فى الإعلام تجاه الشركة، بدون دار نشر، 2010، صـ38.

([3]) مع هذا فقد ثار الخلاف حول تحديد المقصود بالأقلية. فهل ينصرف هذا المصطلح إلى من يملكون الأقلية فى رأس المال، أم أنه يقصد به الأقلية الممثلة فى اجتماعات الجمعية العامة ؟ فى الحقيقة إن تحديد المقصود بالأقلية لا يكون «بالنظر إلى عدد الشركاء الاجمالى، فيقصد بها عندئذ الشركاء الأقل عددا بالمقارنة بالأغلبية، كما لا يكون أيضا بالتركيز على رأس مال الشركة الكلى بحيث تكون الأقلية هى مجموع المساهمين الذين يمتلكون أقل من نصف رأس مال الشركة، وإنما يكون بالنظر إلى عدد المساهمين الحاضرين فى اجتماع الجمعية العامة للشركة، فيكون المقصود بالأقلية هو مجموعة المساهمين الذين تفرض عليهم قرارات الأغلبية الحاضرة أو الممثلة فى اجتماع الجمعية العامة (د/ سامى عبد الباقى أبو صالح، النظام القانونى لعروض الشراء فى سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 2006، فقرة 42، صـ119)»..

توجهات أصحاب الأموال، ولكنه أيضاً استراتيجية لبقاء الشركة وازدهارها فى عالم الأعمال.

من الواضح أن رسم سياسة أو إطار التوجيه يحول بين أغلبية مالكى الأسهم وبين توجيه الشركة ونهب أموالها، إذ من خلاله تدار الشركة وفق ممارسات الأعمال السليمة، على نحو يقلل إلى حد ما من احتمالات الفساد أو سوء الإدارة. فهذا الإطار يبرز إذن إلمام الشركة بقواعد اللعبة من ناحية، واختيارها لإدارة ترضى طموح المساهمين وتحمى مصالحهم من ناحية أخرى. أو كما يقول البعض إذا كانت الحكومة الجيدة تحتاج إلى الشفافية لكى يتمكن الشعب من الحكم بدقة على مدى تحقيق مصلحته، فإن الإطار أو سياسة التوجيه يبين أسلوب إدارة الشركة، ومن ثم الحكم بشفافية على مدى اتخاذ قرارات مدروسة بشأن أموال المساهمين أو المستثمرين من عدمه([1]).

خلاصة القول أن إدارة الشركة يقع على عاتقها رسم إطار التوجيه وتنفيذه على نحو يبرز بوضوح اتجاهها إلى إدخال تعديلات جوهرية على طريقة عملها وسعيها إلى جذب ثقة المستثمرين، من خلال ضمان تحقيق أفضل عائد على استثماراتهم. وفى غياب ذلك وفى ظل سياسات العولمة وتحرير أسواق المال ستعم الفوضى وتصبح الشركة عبارة عن «رأسمالية الملاهى، حيث تصبح الاستثمارات مجرد مراهنات، نراهن فيها على أن الناس سيوفون بوعودهم وأن الشركات لا تقول إلا الحق، وأن العاملين فيها سيحصلون على أجورهم وأن الشركات ستفى بديونها»([2]). فمع سياسة أو إطار التوجيه سيوجد اهتمام كبير وبالغ من إدارة الشركة بالديون وآليات الخروج من ناحية، فضلاً عن وضع وتطبيق معايير واضحة للإقراض تحول بين الشركة وبين الإقراض غير المدروس، والذى انتشر استخدامه فى الكثير من بلدان العالم، لدرجة أنه يُعد مسئولاً عن الكثير من الأزمات المالية التى حدثت وتحدث فى عالم اليوم من ناحية أخرى([3]).

([1]) منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية، مبادئ حوكمة الشركات، www.oecd.org.

([2]) تأسيس حوكمة الشركات فى الأسواق الصاعدة، مركز المشروعات الدولية الخاصة، CIPE، ص8.

([3]) د/ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية فى الأسواق الناشئة، المرجع السابق، صـ19 وما بعدها.

فإذا كانت الإدارة الرشيدة تعتمد على الفصل بين الملكية والإدارة من ناحية، ومنع الإساءة إلى الأقلية من حملة الأسهم وانعدام الاتجار الداخلى من ناحية أخرى، فإن رسم سياسة أو إطار التوجيه يعمق هذا الفصل ويحول بين الإدارة وبين التلاعب بالأموال والاستثمار فى أنشطة غير مربحة وعدم التفرقة بين أنشطة تجيد إدارتها من عدمه([1]).

وهكذا يتضح أن رسم الإطار أو نظام التوجيه للشركة يساعد إلى حد كبير على تحقيق الأهداف المرجوة من الحوكمة. فعن طريقه يمكن ضمان أكبر قدر من الاستقرار للشركة والطمأنينة للشركاء وحملة الأسهم، إذ يساعد على تحقيق العائد المناسب لاستثماراتهم وضمان حقوقهم، خاصة طائفة الأقلية. لهذا ذهب البعض إلى القول وبحق بأن المستثمرين يبحثون فى المقام الأول عن الشركات التى تتبع نظام الحوكمة، وذلك لأنها تكون على علم جيد ودقيق بأصول وقواعد اللعبة، التى يمكن من خلالها توجيه نشاط الشركة نحو تنفيذ الأطر التى رسمتها إدارتها، والتى تحقق فى ذات الوقت مصالح الشركة وتحمى حقوق المساهمين الذين ربما يكونون بعيدين ومعزولين عن تلك الإدارة ([2]).

كذلك يساعد هذا الإطار على توفير أكبر قدر من مصادر التمويل، محلية أكانت أم عالمية، وسواء أتم ذلك عن طريق الاقتراض من البنوك أو طرح الأسهم فى أسواق مالية لاسيما فى ظل هذا التزايد المستمر لحركة انتقال وتدفق رأس المال([3]).

([1]) TIROLE J.: Corporate Governance, Econometrica, vol. 69, n° 1, January, 2005 ; International Finance Corporation (IFC), Promoting Corporate Governance For Sustainable Development, 2007, p.1.

([2]) مركز المشروعات الدولية الخاصة، تأسيس حوكمة الشركات، المرجع السابق، ص5 ؛ د/تركى الشمرى، حوكمة الشركات بطريقة ... العصا والجزرة، (www.alqabas.com.kw/Final/02/10/07, p.1 et s).

([3]) فالأبحاث الحديثة تشير إلى أن «الدول التى تطبق حوكمة الشركات لحماية الأقليات من حملة الأسهم تفتح أمامها أبواب عدد أكبر من أسواق رأس المال ذات السيولة الأكبر. وتبين الدراسة المقارنة بين الدول التى تضع قوانينها على أسس قانونية تقليدية مختلفة أن الدول ذات الأنظمة الضعيفة ينتهى بها الأمر إلى خضوع معظم شركاتها لسيطرة عدد قليل من المستثمرين، أى أن قاعدة ملكية الشركات تكون ضيقة. وبالتالى على

كما يساعد إطار أو نظام التوجيه على تجنب حدوث انهيار للشركة أو الشركات الآخذة بهذا النظام، أو بمعنى أدق تفادى تعرض الشركة لأزمة مالية أو المساهمة فى حدوث انهيار بالأجهزة المصرفية وأسواق المال المحلية والعالمية([1]). ولقد أكد الأستاذ Winkler هذا المعنى بإشارته إلى مساعدة هذا النظام فى «تحقيق التنمية الاقتصادية وتجنب الوقوع فى مغبة الأزمات المالية، من خلال ترسيخ عدد من معايير الأداء، بما يعمل على تدعيم الأسس الاقتصادية بالأسواق وكشف حالات التلاعب والفساد وسوء الإدارة بما يؤدى إلى كسب ثقة المتعاملين فى هذه الأسواق، والعمل على استقرارها والحد من التقلبات الشديدة بها، بما يعمل على تحقيق التقدم الاقتصادى المنشود([2])»

مجمل القول إذن أن وضع إطار أو نظام التوجيه يساعد الشركاتً على جذب رؤوس الأموال، سواء تمثل ذلك فى استثمارات أجنبية أم تهيئة المناخ لرؤوس الأموال المحلية للظهور والحد من هروبها إلى الخارج. ولا شك أن

الدول التى تسعى إلى جذب صغار المستثمرين، سواء من الداخل أو من الخارج، أن تطبق حوكمة الشركات حتى تتمكن من جذب العملة الصعبة التى يدخرها صغار المستثمرين تحت الفراش أو تحت البلاط. هؤلاء المستثمرون من الممكن أن يشكلوا معاً مصدراً لمبالغ كبيرة كاستثمارات طويلة المدى. والأكثر من ذلك أن تطبيق حوكمة الشركات يقوى ثقة الجمهور فى صحة عملية الخصخصة ويساعد على ضمان تحقيق الدولة أفضل عائد على استثماراتها، وهذا بدوره سيؤدى إلى المزيد من فرص العمل والتنمية الاقتصادية (CIPE، تأسيس حوكمة الشركات، المرجع السابق، ص7)».

([1]) ولعل تلك الأزمات تحدث من خلال حصول الشركات على مبالغ كبيرة من الديون قصيرة الأجل وإخفاء الحصول عليها عن علم ومعرفة المساهمين من خلال اللجوء إلى طرق ونظم محاسبية مبتكرة. وقد يحدث ذلك نتيجة لتلاعب الشركة فى قوائمها المالية، حتى فى ظل الأنظمة ذات الأسواق المالية الكبيرة. ولعل هذا التلاعب هو ما يدفع إدارة البورصة إلى شطب الشركات المقيدة بها لمخالفتها للقواعد الخاصة بالإفصاح والشفافية أو تلك المنظمة للبورصة وفى مقدمتها الالتزام بتقديم الميزانية العامة للشركة والإفصاح عن الأنباء الجوهرية والمؤثرة على سعر السهم. ولقد دفع هذا الإخلال إدارة البورصة المصرية إلى شطب 24 شركة مقيدة لديها فى شهر مايو 2008، بالإضافة إلى شطب 26 شركة أخرى فى شهر أبريل 2008. وفى تعليقه على إجراء الشطب، قال الأستاذ ماجد شوقى (رئيس بورصتى القاهرة والإسكندرية) أن شطب الشركات المخالفة قد تم بناء على دراسة وافية لما ارتكبته تلك الشركات من مخالفات، فضلاً عن أن معظمها غير متداولة وليست بها نسب أفراد مرتفعة. غير أنه أضاف بأن البورصة سوف تسمح لتلك الشركات بأن تتداول بسوق خارج المقصورة (المصرى اليوم، العدد 1428، الأحد 11 مايو 2008، الصفحة الثانية).

([2]) http://WWW.cipe-arabia.org/files, p.3.

ذلك يتضح كثيراً لدى المستثمرين عندما يدركوا جيداً أن الهدف من الحوكمة هو محاربة الفساد من خلال الإفصاح عن المعلومات المالية، وضمان عائد مناسب لاستثماراتهم والذى بدونه لن يتدفق التمويل إليها. بل إن البعض يرى أن هذا النظام لا يساعد فقط فى الحصول على مصادر للتمويل، وإنما أيضاً على مصادر أرخص بما يشجع من إقدام الدول النامية على تبنى هذا النظام وتعميمه بين كافة الشركات، لما يؤدى إليه من تعاون وخلق لسوق تنافسية سواء بين الشركات أو المؤسسات الوطنية أو على مستوى الشركات العالمية فى أسواق المال العالمية([1]).

إن حوكمة الشركات تعنى بالمفهوم الأوسع اختيار الإدارة الرشيدة التى تهتم بوضع إطار يسمح بقدر كبير من الحرية فى ظل سلطة القانون، إطار يتبنى المعايير الدولية للشفافية والوضوح والدقة فى البيانات المالية التى تمكن الدائنون والمقرضون من اتخاذ قرار الاستثمار بسهولة. فالإدارة الرشيدة تقدر، بدون شك، على وضع هذا الإطار وترسيخ العديد من معايير الأداء التى تنهض بالشركة وتجنبها الوقوع فى بعض الأزمات التى تتعرض لها الشركات الأخرى التى لا تطبق أسس ومعايير الحوكمة. فوضع الأطر أو السياسات وترسيخ معايير الأداء يشجع الأفراد على استثمار أموالهم بتلك الشركات، لاقتناعهم الكامل بأن أموالهم ستدار وفقاً لأساليب وقواعد مدروسة ومحددة وبناء على معايير محكمة.

الفرع الثانى
رقابة الشركة

إذا كانت الدولة تهتم حالياً بحوكمة الشركات وتعقد العديد من المؤتمرات للتعريف بها والاستفادة الكاملة من إعمالها، فإن حجر الزاوية فى هذه الاستفادة يتمثل فى إعمال قواعد الرقابة الدقيقة، بدءاً من عملية اختيار أعضاء مجلس الإدارة وكيفية تعيينهم، مروراً بما يتم اتخاذه من قرارات لتوزيع الأرباح، وانتهاءً برقابة الأداء.

([1]) CIPE، تأسيس حوكمة الشركات، المرجع السابق، ص8.

وهكذا تقتضى منا الرقابة التعرض للاستحقاق الوظيفى، وقرارات توزيع الأرباح، ورقابة الأداء.

1- الاستحقاق الوظيفى

لاخلاف أن إعمال هذا المبدأ تبدو ملامحه بوضوح فى الشركات العائلية، حيث تختلط فيها الإدارة بالملكية. وهو ما يتنافى مع قواعد الحوكمة، حيث تقتضى هذه الأخيرة الفصل التام بينهما. فتطبيق قواعد الحوكمة يمثل تحد كبير لهذه الشركات، حيث لا يخضع اختيار أعضاء مجلس الإدارة لتقييم حقيقى وإنما يقوم على درجة القرابة أو ما يمتلكه العضو من أسهم أو حصص فى رأس المال([1]).

على العكس تقتضى قواعد الحوكمة التدقيق فى اختيار أعضاء مجلس الإدارة ووضع الضوابط التى تكفل اختيار الأجدر والأنسب فى توجيه موارد الشركة. فالاستحقاق الوظيفى كأحد ضوابط الرقابة على الشركة يحتم خضوع الاختيار لتقييم حقيقى للأداء، دون التفات لأى معايير أخرى، وهو الأمر الذى يساعد إلى حد كبير على جذب ذوى المهارات والقدرات العالية التى ترفع من مستوى أداء الشركة([2]).

ولقد أصدرت الهيئة العامة لسوق المال القرار رقم 11 لسنة 2007 بتاريخ 2007/3/11 بشأن القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية وغير المقيدة بالبورصة، تضمنت المادة الثانية منه القواعد التى يتعين إعمالها عند تشكيل مجلس إدارة الشركات الخاضعة لمبادئ الحوكمة، بما يعد تفعيلاً واضحاً لمبدأ الاستحقاق الوظيفى. فلقد اقتضت هذه المادة ضرورة تحديد النظام الأساسى للشركة عدد مناسب لأعضاء مجلس الإدارة يمكنه من الاضطلاع بوظائفه وواجباته بما فى ذلك تشكيل لجانه. كما استلزمت أيضاً أن تكون أغلبية أعضاء المجلس من الأعضاء غير التنفيذيين، نصفهم على الأقل من المستقلين وفقاً للتعريف الوارد بدليل الحوكمة الصادر عن الهيئة. وإمعاناً

([1]) جون ل. وورد، حوكمة الشركات العائلية،
http://usinfo.state.gov/journals/ites/0205/ijea/word.htm, p.1 et s.

([2]) قارب من هذا المعنى، د/ حماد مصطفى عزب، حق المساهمين فى الإعلام، المرجع السابق، صـ38.

فى التجديد وضخ دماء جديدة، اقتضت تلك المادة ألا تزيد مدة عضوية مجلس الإدارة للعضو غير التنفيذى عن دورتين متتاليتين، وبمدة أقصاها ست سنوات ما لم تكن هناك مبررات قوية تلتزم الشركة بالإفصاح عنها للهيئة.

كذلك أوجبت تلك المادة عدم جواز جمع عضو مجلس الإدارة بين هذا المنصب والعضو المنتدب أو المدير التنفيذى، إلا إذا كانت هناك مبررات قوية تلتزم الشركة بالإفصاح عنها للهيئة.

وأخيراً اشترطت تلك المادة عدم جواز شغل عضو مجلس الإدارة لعضوية أكثر من خمس شركات مساهمة لا يكون من بينها أكثر من شركة واحدة تباشر ذات النشاط فى نفس الوقت.

ولا شك أن هذه الضوابط تمثل مجموعة من القيود التى تضمن تفرغ عضو مجلس الإدارة وعدم استغلاله للنفوذ، كتلك التى ينص عليها قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981 بشأن شركات الأموال، ومن ثم لا داعى لتكرارها هنا، حيث تشغل حيزاً كبيراً من المؤلفات العامة الخاصة بقانون الشركات([1]).

2- قرارات توزيع الأرباح

لقد أدى الاهتمام البالغ والحرص الدائم على تطبيق معايير الحوكمة إلى قيام العديد من المؤسسات الدولية بالتعرض لهذا المفهوم ووضع الأطر والضوابط التى تكفل تحقيق نتائجه الإيجابية من تدعيم لإدارة الشركات وكفاءة لأسواق المال واستقراراً للاقتصاد بصفة عامة. فعلى سبيل المثال قامت منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية OECD بوضع مجموعة من المعايير والمبادئ التى يمكن على أساسها قياس أو تقييم ممارسة الحوكمة، والتى يأتى من بينها

([1]) د/محمد فريد العرينى، الشركات التجارية، المرجع السابق، فقرة 272، صـ266 وما بعدها ؛ د/أحمد محمد محرز، الوسيط فى الشركات التجارية، ص 543؛ د/محمد إبراهيم موسى، الوجيز فى الشركات التجارية، مطبعة جامعة طنطا، ص34 وما بعدها.

حقوق حملة الأسهم. ولا شك أن أهم هذه الحقوق يتمثل فى العدالة فى توزيع الأرباح التى قامت الشركة بتحقيقها([1]).

فعلى الرغم من تعدد حقوق المساهمين، إلا أنه يعد أهمها تلك المتعلقة بقرارات توزيع الأرباح. هذا ما أكد عليه الخبير الأمريكى راندولف واليرس بقوله أن العلاقة بين حوكمة الشركات والأداء المالى وحقوق المساهمين علاقة وثيقة، وأن حسن أداء الشركة لمعايير الحوكمة يعتمد على أدائها المالى بما يتضمنه من توزيع للأرباح التى حققتها الشركة. ومن ثم يثور التساؤل عن السبيل الأمثل لتوزيع الأرباح على المساهمين.

فى الحقيقة لقد بينت مبادئ الحوكمة الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية فى عام 1999م أن توزيع الأرباح لابد أن يقوم على معاملة عادلة لحملة الأسهم([2]). فالمعاملة العادلة فى التوزيع هى التى تحقق الاستقرار للشركة وتحافظ على روح الود فيها، وذلك على العكس عندما يشعر الأقلية أو بعض حملة الأسهم أن هناك إزكاء لبعض حملة الأسهم على حساب الآخرين([3]). فهذه المعاملة العادلة تقضى على الممارسات السلبية التى من

([1]) مع هذا فان العبرة ليست بقيام المنظمات الدولية، أو التشريعات الوضعية، ببيان أو تنظيم هذه الحقوق أو تعدادها، وإنما بممارسة المساهمين الفعلية لها وتمكينهم من حسن القيام بها.

([2]) راجع المواد من 40-44 من قانون شركات الأموال رقم 159 لسنة 1981م.

([3]) فالقاعدة العامة هى تساوى الأسهم التى تصدرها شركات المساهمة فى الحقوق التى تمنحها لمالكها. فمن الضرورى معاملة أصحاب الأسهم معاملة واحدة سواء أثناء حياة الشركة أو بعد انقضائها وتصفية أموالها. مع هذا فإن قاعدة التساوى فى الحقوق ليست من النظام العام، بما يعطى الحق للشركة فى تقرير بعض الامتيازات لأسهم معينة، يطلق عليها الأسهم الممتازة. وتتعدد الأسباب التى تدعو إلى إصدار مثل هذه الأسهم، كجذب الجمهور للاكتتاب فى أسهم الشركة نظراً لحاجتها للأموال لزيادة رأسمالها، أو لمواجهة أزمة سيولة تعرضت لها، أو لترتيب بعض الأولوية لدائنى الشركة إما بهدف منحها ائتمانهم أو لضمان استيفاء ديونهم عند تصفية أموالها بالأولوية على الدائنين الآخرين (د/محمد فريد العرينى، الشركات التجارية، المرجع السابق، فقرة 213-3، صـ208؛ د/حسين فتحى، شركة المساهمة، مطبعة جامعة طنطا، 2008، ص88؛ د/أحمد محمد محرز، الوسيط فى الشركات التجارية، المرجع السابق، ص468). ويتعين أن يتم تقرير هذه الأسهم فى النظام الأساسى للشركة وذلك لإعطاء مكنة الاختيار لجميع الأفراد سواء للاكتتاب فيها أو فى الأسهم العادية هذا من ناحية، ولتحقيق مبدأ المساواة بين المساهمين وعدم محاباة البعض منهم على الآخرين من ناحية أخرى. والأسهم الممتازة تعطى أصحابها نوعين من الحقوق، الأول مالى،

الممكن أن تضر بالشركة بصفة خاصة، وسوق المال بصفة عامة. فالتوزيع العادل يضمن بدون شك قدراً ملائماً من الطمأنينة لحملة الأسهم، بما يحققه من عائد مناسب لمساهمتهم ومن حفاظ على حقوقهم، خاصة عندما يكون هؤلاء من حائزى أقلية الأسهم.

فى الواقع إن المعاملة العادلة لحملة الأسهم، خاصة المعاملة المالية، من شأنها تعظيم القيمة السوقية للشركة، وتدعيم لقدراتها التنافسية فى أسواق المال المحلية والعالمية من خلال كسبها لثقة المتعاملين فى الأسواق([1])، هذا فضلاً

والثانى غير مالى. فالأسهم الممتازة قد تضمن لحامليها الحق فى الحصول على نسبة محددة من الأرباح التى تحققها الشركة قبل القيام بتوزيعها أو فى الحصول على قيمتها من ناتج التصفية بالتقدم على أصحاب الأسهم العادية (وتعرف الأسهم الممتازة فى هذه الحالة بأسهم الأولوية، ENGEL Ph. & TOUSSIERE P. : Création de catégories d'actions et stipulation d'avantages particuliers, J.C.P, éd, E, 1996, I.585. (وقد تخول هذه الأسهم أصحابها أكثر من صوت فى مداولات الجمعية العمومية. هذا ما تبرزه بوضوح المادة 35 من قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981م فى فقرتها الثانية بإجازتها أن ينص نظام الشركة على بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم وذلك فى التصويت أو الأرباح أو فى ناتج التصفية، على أن تتساوى الأسهم من نفس النوع فى الحقوق والمميزات أو القيود. ولا يجوز تعديل الحقوق أو المميزات أو القيود المتعلقة بنوع من الأسهم إلا بقرار من الجمعية العامة غير العادية وبموافقة ثلثى حاملى نوع الأسهم الذى يتعلق التعديل به. بيد أن إصدار الأسهم الممتازة «يعتبر وضعاً غريباً يتنافر مع خصيصة جوهرية من خصائص السهم ألا وهى المساواة فى الحقوق والالتزامات، الأمر الذى استهجنته معظم التشريعات الحديثة (د/أحمد محمد محرز، الوسيط فى الشركات التجارية، المرجع السابق، بند 444، ص 469). فهذه الأسهم تتيح الفرصة «لفرض رأى أقلية معينة من المساهمين على أغلبية المساهمين لتمسك بمقاليد الأمور داخل الشركة بطريقة فاشية على حد قول جانب من الفقه الفرنسى (د/حسين فتحى، شركة المساهمة، المرجع السابق، ص 89)».

([1]) فمن العوامل التى تساعد على نجاح الشركة هو إقامة علاقات جيدة بين أصحاب المصالح، وذلك لأنه ليس هناك تعارض بين هدف تحقيق الربح وهدف العناية بأصحاب المصالح فى الشركة. فنجاح الشركة وإتباعها لقواعد وضوابط الحوكمة ليس الهدف منه هو تحسين وضع الشركة وجذبها لاستثمارات جديدة، بقدر ما يعتمد هذا النجاح على أصحاب المصلحة من عاملين ودائنين وموردين وعملاء. فالشركة تعتمد على أصحاب المصلحة لتوفير ما تحتاج إليه بصورة منتظمة ومستمرة، وهو الأمر الذى يقود فى النهاية إلى تحقيق الأرباح. ومن ثم يتضح أن تنظيم الأرباح لا يقتضى إهدار حقوق أصحاب المصالح، وإنما على العكس تماماً يعتمد تنظيم الأرباح وتعاظمها بصورة أساسية على الاهتمام بهذه الطائفة. وهذا ما أشارت إليه بصراحة الأستاذة Patricia A. Small بقولها أن «الاهتمام بأصحاب المصلحة وتحقيق الربح يسيران جنباً إلى جنب مع النمو الإنتاجى، أو بمعنى آخر، إن الاهتمام والربح يسيران جنباً إلى

عن تجنبها لوقوع الشركة فى مغبة الأزمات المالية لما تكشفه من حالات للتلاعب والفساد وسوء الإدارة([1]). فالمعاملة العادلة لحملة الأسهم تساعد على نجاح وصلاح الشركة، لما تبرزه من حرص الإدارة على أصحاب المصالح فيها([2]). مع هذا فإن المعاملة العادلة لن تأتى إلا من خلال المشاركة الفعلية فى وضع الأسس التى يتم على هداها توزيع الأرباح. هذا ما انتهى إليه تقرير البنك الدولى فى عام 2001 حول تقييم حوكمة الشركات فى مصر وذلك بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية وعدد من المراكز البحثية والمهنية من رجال الاقتصاد والقانون، فلقد أكد التقرير على أنه إذا كان عدد كبير من التطبيقات قد حاز على تقييم مرتفع أو متوسط، فإن هذا يرجع إلى التطبيق السليم لبعض المفاهيم والأسس والتى كان من شأنها إتباع الشركات للعديد من الممارسات الإيجابية كمشاركة المساهمين فى اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، وحماية أصحاب المصالح من حملة السندات والمقرضين والعمال. بيد أن التقرير قد أشار إلى أن بعض الأسس تحتاج إلى مزيد من الاهتمام والتطوير للتغلب على الممارسات السلبية، تلك التى تدور حول ما يسمى برقابة الأداء وما تقوم عليه من إفصاح وشفافية، وهو ما سنتولى بيانه فى الجزئية التالية.

جنب مع الاستخدام الحكيم لرأس المال (www.oecd.org)». لهذا اعترفت منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية بالدور الفعال الذى يمكن أن يمارسه أصحاب المصلحة فى إعمال قواعد الحوكمة. فهذه الطائفة لديها من السبل والوسائل ما يمكنها من إجبار الشركة على انتهاج سياسة معينة قد تؤدى إما إلى انخفاض جودة المنتجات أو تعريض سمعة الشركة للخطر. لهذا قيل وبحق أن «الشركات التى تتعامل مع أصحاب المصلحة بنزاهة وتجعلهم جزءاً من استراتيجياتها طويلة المدى تكون أقل تعرضاً لقيام أصحاب المصلحة باستخدام قوتهم لإجبار الشركة على شراء الموارد الخاصة الضرورية للإنتاج بأسعار باهظة، أو إلغاء تعاقداتهم مع الشركة، لأن أصحاب المصلحة يدركون بسرعة أن مصائرهم مرتبطة جزئياً بأداء الشركة والعكس بالعكس (CIPE، تأسيس حوكمة الشركات، المرجع السابق، ص40)».

([1]) PAGE A.-C. & FERGUSON R.-B.: Investor protection, Weidenfeld & Nicolson, London, 1992, p.226 et s.

([2]) MESTRE J. & PANCRAZI M.-E.: Le droit commercial : droit interne et aspects de droit international, L.G.D.J., 26 éd, 2003, n° 561, p.390.

3- رقابة الأداء

فى الحقيقة إن كفاءة المناخ التنظيمى والرقابى تعد أحد الجوانب الرئيسية التى يتعين التركيز عليها عند إبراز مفهوم الحوكمة. فهى حجر الزاوية فى ضبط هذا النظام وبيان سلامة ذلك الأسلوب، نظرا لأنها تساعد فى الحكم على رشاد الإدارة وقياس قوة أداء الشركة من عدمه، وذلك ببيان ما إذا كانت تحسن القيام بمهامها وتنفذ الأطر والسياسات المرسومة أم لا. ففى وجود مثل تلك الكفاءة يتعاظم دور أجهزة الإشراف والرقابة، والتى يمكنها القيام بدورها من خلال الارتكاز على دعامتين أساسيتين هما: الإفصاح والشفافية، والمعايير المحاسبية السليمة([1]). هذا ما أكدت عليه مؤسسة التمويل الدولية (IIF)([2]). فبعد أن اقترحت فى عام 2002 إصدار لائحة تشريعية لحوكمة الشركات يمكن تقنينها فى قوانين الشركات وأسواق رأس المال، أبرزت أنه يفوق هذه اللائحة فى الأهمية مدى كفاءة المناخ التنظيمى والرقابى، تلك التى تتضح بتطبيق معايير الإفصاح والشفافية، والاعتماد على معايير محاسبية سليمة([3]). ولعل ما يؤكد ذلك أيضا التحليل العملى للعديد من الأزمات التى تعرضت لها بعض الشركات العالمية وصناديق التمويل. فهذه الأزمات تعد خير شاهد على أهمية الرقابة ودورها فى حسن انضباط إدارات الشركات. فلقد أبرزت الأزمة المالية التى تعرضت لها شركة الطاقة الأمريكية (إنرون Enron)، أن ضعف الرقابة على الأنشطة المالية هو الذى قاد إلى هذه الأزمة. ويرجع السبب الرئيسى لأزمة هذه الشركة، والتى كانت إحدى المؤسسات الرئيسية التى تمد سوق

([1]) Policies of Corporate Governance and Trans parency in Emerging Markets, February 2002, (IIF) Equity Advisory Group,

ولذلك فقد ألزمت القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات مجلس إدارة الشركة بأن يقوم بتعيين مسئول عن الحوكمة وعلاقات المستثمرين توكل إليه مهمة متابعة وتطبيق مبادئ الحوكمة والرد على استفسارات المساهمين، وتحدد مهامه ومسئولياته ضمن الهيكل التنظيمى للشركة (لمزيد من التفصيل، راجع العدد 514 الصادر فى 19 مارس 2007، البورصة المصرية، أخبار وتقارير، قواعد الحوكمة شرط لاستمرار الشركات فى البورصة، صـ8).

([2]) Institute of international Finance.

([3]) د/ سيد إبراهيم عبد الفضيل، أثر تدفقات رؤوس الموال الأجنبية، المرجع السابق، صـ376.

مشتقات الطاقة بالسيولة من خلال التداول خارج المقصورة، إلى أنها لم تكن مطالبة من الناحية التشريعية بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بحدود المخاطر المصاحبة لعمليات التداول على المشتقات، كما أن سوق المشتقات لم يكن مبنيا على أسس ومبادئ تيسر الكشف عن تلك المخاطر ([1]).

ولعل نفس السبب هو الذى أدى إلى أزمة صندوق التمويل LTCM، إذ أظهرت الدراسة التى أجريت لمعرفة أسباب الأزمة التى تعرض لها الصندوق إلى عدم خضوعه للوائح تنظيمية تجبر القائمين على الإدارة على الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالمعلومات المتعلقة بمخاطر التداول فى الأسواق المالية.

فى الواقع إن رقابة الأداء تقتضى التركيز على معايير الإفصاح والشفافية أياً كانت نوعية المساهمين فى رأس مال الشركات العاملة([2]). فإدارة الشركة لابد أن تفصح عن المعلومات التى تمكن المساهمين من أداء الدور الرقابى والحكم على نشاطها وسلامة أداؤها، لاسيما بعد أن تأكد لدى المؤسسات والهيئات الدولية المهتمة بمبادئ الحوكمة أن السبب الحقيقى فى حدوث تلك الأزمات يرجع إلى افتراض المشرعين والجهات الرقابية أن المساهمين فى هذه الشركات والممارسين لهذه الأنشطة المعقدة على قدر كافٍ من المعرفة وعلى دراية تامة بآليات التعامل بما يسمح لهم بأداء جيد واستغلال وتوجيه أمثل لرأس المال([3]). فالتجربة العملية تؤكد أن الالتزام بالإفصاح

([1]) لمزيد من التفصيل حول أنواع المشتقات وأهمها، راجع أ/ حسين عبد المطلب الأسرج، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية فى الدول العربية، المرجع السابق، صـ401 وما بعدها.

([2]) فالإفصاح والشفافية، لاسيما بالنسبة للقوائم المالية للشركة، يساعدا على تسجيل أسهم الشركة لمعدل دوران مرتفع. هذا ما يؤكده تقرير البورصة المصرية السنوى لعام 2000، بإثباته أن العامل الأساسى فى انخفاض قيمة سهم موبينيل هو عدم وجود الشفافية فى القوائم المالية للشركة، بالإضافة إلى تراجع نتائجها خلال الربع الأول من عام 2000 مقارنة بالربع الأخير من عام 1999 (التقرير السنوى للبورصة، المرجع السابق، صـ86.

([3]) صحيح أن المعلومات المتوافرة لدى هؤلاء المساهمون تعد على قدر كبير من الأهمية لأنها تساعد على اتخاذ القرار المناسب، إلا أنه يتعين عدم اقتصار تلك المعلومات على سيولة الشركات، وإنما لابد أن تشمل أيضا تلك المتعلقة بإدارة هذه الشركات لما لها من دور بالغ فى التأثير على مخاطر الاستثمارات والعائد منها (د/ كريمة محمد الحسينى، دور الدولة فى الأسواق المالية، مجلة مصر المعاصرة، العدد 481، يناير 2006، صـ251).

ضرورى، أيا كانت الظروف والأحداث، وذلك لأنه يفرض على الإدارة الالتزام بواجباتها، خاصة بعد أن تأكد أنها لا تلتزم إلا إذا أيقنت أن هناك من يراقب أعمالها ويحكم على تصرفاتها ويقيس قوة أداؤها.

بيد أن معايير الإفصاح والشفافية لا تساهم وحدها فى حسن الرقابة، وإنما تتوقف هذه الأخيرة أيضا على استخدام الشركة لأساليب محاسبية سليمة. فالاعتماد على أساليب محاسبية معقدة، يؤدى إلى حجب المعلومات، وصعوبة إدراك أو اكتشاف المساهمين والمحللين الماليين للسبل التى تعتمد عليها الشركة فى تمويل أنشطتها، هذا فضلاً عما قد يخفيه من عدم إبراز لضعف إيرادات الشركة، أو التعرف على عدم قيام الإدارة بتوزيع عناصر المخاطرة([1]). هذا ما أبرزته كذلك الدراسات التى أجريت للتعرف على أسباب الأزمات المالية التى تعرضت لها الشركات الأمريكية، وبصفة خاصة شركة إنرون. فلقد أوضحت هذه الدراسات أن من أسباب أزمة الشركة استخدامها لأساليب محاسبية معقدة «الغرض منها حجب وعدم توضيح الإفراط فى الاعتماد على الاقتراض لتمويل نشاطها وإخفاء ضعف الإيرادات. وأدى الإفراط فى تنفيذ عمليات بالغة التعقيد خارج الميزانية إلى صعوبة إدراكها أو اكتشافها بواسطة المحللين الماليين والمساهمين، وذلك يرجع إلى وجود بعض الثغرات فى معايير المحاسبة الأمريكية GAAP فى معالجة ومحاسبة الأنشطة التى تنفذ خارج الميزانية. والعكس صحيح تماماً بالنسبة لغالبية الدول الأوروبية التى تتبنى المعايير المحاسبية الدولية IAS ([2])». كذلك تساهم شركات المراجعة بدور فعال فى صعوبة إدراك هذه الحقائق، بل وفى حدوث تلك الأزمات، لاسيما عندما تقوم بتقديم الخدمات والاستشارات إلى من تتولى مراجعة حساباتهم من

([1]) لمزيد من التفصيل حول هذه الجزئية راجع، (CIPE,www.cipe.org) حيث أبرزت الدراسة التى أجراها المركز أن اعتماد الشركات على معايير محاسبية سليمة والاستعانة بمراجعين مستقلين يمكن أصحاب الأسهم والمستثمرين من التعرف على الحقائق والإحاطة بالتفاصيل المالية والعلم بالأرباح وتوزيعها وما يحصل عليه أعضاء مجلس الإدارة من مكافآت. فهذه الاستعانة تعد وبحق تلسكوب المساهمون فى ملاحظة إدارة الشركة ومتابعة نشاطها.

([2]) أ/ماجد شوقى، حوكمة الشركات: سهلة المنال بالنسبة للأسواق المتقدمة ... صعبة المنال بالنسبة للأسواق الناشئة؟ ;www.cip.arabia.org/files/html/art0702 ؛KENADJIAN P.: L'expérience américaine, art.préc, p.31 et s. أ/نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات .. سبيل التقدم، المقالة السابقة، ص3.

عملاء. هذا ما أبرزته بوضوح أزمة الشركة الأمريكية إنرون، إذ ألقت الضوء على حقيقة العلاقة بين شركات المراجعة وبين ما تعرضت له من أزمة([1])، خاصة بعد أن اتضح أن علاقتها بشركات المراجعة استمرت لمدة طويلة (بلغت ستة عشر عاماً) قامت فيها بتقديم الاستشارات والخدمات الأخرى أثناء مراجعتها لدفاتر الشركة ([2]).

وهكذا يتضح أن التقدير الجيد والدقيق لأداء الشركة لا يتوقف فقط على إتباعها لقواعد الإفصاح والشفافية، وإنما يتطلب تبنى الشركة لمعايير محاسبية سليمة، يستطيع المتعاملون مع الشركة من خلالها تحليل الأداء وتقدير انضباط الإدارة وقياس قوة وسلامة أداء المؤسسة.

المطلب الثانى
مزايا الحوكمة

تحقق الحوكمة العديد من المزايا التى تبرز أهمية اللجوء إليها وتطبيقها على الشركات التجارية. مع هذا فإنه يبرز من بينها أنها تساعد على جذب الاستثمارات سواء الأجنبية أو المحلية، وهو ما يعبر عنه بتوفير مصادر محلية ودولية للتمويل. كما أنها تضمن قدراً ملائماً من الأمان للمستثمرين وحملة الأسهم بما يمكن أن تحققه من ربحية معقولة لهم، فى الوقت الذى تحافظ فيه على حقوق الأقلية. هذا فضلاً عن أنها تساعد الشركة على المنافسة المحلية والدولية من خلال تعظيمها للقيمة السوقية للشركة، ومنعها للأزمات المالية نظراً لقوة وسلامة أداء المؤسسة أو الشركة المطبقة لضوابطها.

([1]) أ/ماجد شوقى، حوكمة الشركات، المرجع السابق، صـ2.

([2]) فهذه الأزمة هى التى دعت إلى القول بضرورة استقلال المراجعين فى الولايات المتحدة الأمريكية، حيث نبهت الأذهان إلى حتمية هذا الاستقلال، والذى تجلى بصورة واضحة فى القواعد التى اعتمدت مؤخراً والتى تمنع هؤلاء المراجعين من الاستثمار فى الشركات التى يتولون مراجعة حساباتها. فلقد أدركت الدول الصناعية الكبرى وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، أن تقوية المقدرة على التنافس على الصعيدين الدولى والمحلى تعتمد بصورة أساسية على ضبط وإحكام قواعد الحوكمة، وهو الأمر الذى يتأتى من خلال هذه الاستقلالية. ولهذا أصدرت لجان عديدة إرشادات خاصة بهذه

وهكذا يتضح أن أبرز مزايا الحوكمة هى:

1- توفير مصادر للتمويل.

2- تدعيم تنافسية الشركة.

3- ضمان قدر ملائم من الأمان للمستثمرين وحملة الأسهم، وهو ما سنتولى بيانه كل فى فرع مستقل.

الفرع الأول
توفير مصادر للتمويل

مما لاشك فيه أن حوكمة الشركات تساعد على جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية على السواء. فالحوكمة بما تطبقه من معايير للأداء، تعمل على تحقيق النمو الاقتصادى وترسيخ للأسس الاقتصادية بما يقود إليه ذلك من كسب لثقة المتعاملين فى الأسواق وإقدامهم على الاستثمار فى الأنشطة التى تقوم بها الشركة المطبقة لهذا النظام. فاعتماد الشركة لضوابط وأسس الحوكمة يمكن المستثمرين من الحصول على ما يضمن لهم عائداً على استثماراتهم، الأمر الذى يوجه التمويل إليها بما يوفر للمؤسسة الإمكانات الكاملة لنموها. فإحدى الفوائد الكبرى للحوكمة ليس فقط إتاحة الفرصة الكاملة أمام الشركة للتمويل، وإنما أيضاً إمكانية الحصول عليه من مصادر أرخص.

فى الحقيقية إن مصادر التمويل التى توفرها الحوكمة للمؤسسة أو الشركة لا يتوقف على الأموال المحلية والأجنبية التى تجذبها المؤسسة فى شكل استثمارات جديدة، وإنما يمكن تحققها من خلال العمل على تخفيض تكلفة رأس مال المنشأة([1])، أو عن طريق الحد من هروب رؤوس الأموال إلى الخارج، أو من خلال مكافحة الفساد بما يلعبه من دور رئيسى فى إعاقة نمو الشركة وقدرتها على مواجهة تحديات المنافسة الداخلية والخارجية على السواء.

الجزئية لكى تستفيد منها الشركات والمؤسسات المالية. فبدون هذه الضوابط وإحكام تطبيق هذه القواعد تصبح الشركات عبارة عن رأسمالية الملاهى.

([1]) وهو الأمر الذى يتحقق من خلال الاستخدام الأمثل لرأس المال (د/ كريمة محمد الحسينى، دور الدولة فى الأسواق المالية، المرجع السابق، صـ277).

من الواضح أن توفير مصادر عالية للتمويل يعتمد بصورة كبيرة على السياسات التى ينتهجها مجلس إدارة الشركة([1]). فهذا الأخير يعتبر المحرك الرئيسى فى نجاح سياسة الحوكمة وتحقيق أهدافها، والتى يُعد من أهمها توفير مصادر متنوعة للتمويل. فمجلس الإدارة هو الجهة التى تهتم برسم السياسات العليا للشركة، كتلك المتعلقة بالأنشطة التى توجه إليها رؤوس الأموال، أو بالمصادر التى تستقطب منها. هذا ما تؤكده الدراسات المتخصصة، بتقريرها بأن فشل الكثير من الدول فى إقامة نظام فعال لحوكمة الشركات يرجع إلى عدم مقدرة مجالس إدارة الشركات الداخلة فى هذا النظام فى جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية كمصادر جديدة لتمويل المشروعات أو الأنشطة التى تقوم عليها تلك الشركات. فمن المعروف أن المستثمرين المحليين والأجانب يقومون بصفة مستمرة بتقييم أداء الشركات التى يرغبون فى استثمار أموالهم فيها، ومن ثم فإنهم يحجمون عن الشركات التى يتصف أداؤها بعدم الوضوح وعدم الدراية بالمخاطر السوقية وبطبيعة الأنشطة التى توجه إليها الاستثمارات من قبل مجلس الإدارة.

فى الواقع إن العامل الأساسى فى نجاح نظام الحوكمة أو خلق نظام فعال لها يتمثل فى «خلق بيئة آمنة لنظام مالى فعال يستطيع المستثمرون من خلاله الاطمئنان إلى قنوات توظيف أموالهم، وعليه يمكن تدوير الأموال من قطاعات الفائض إلى قطاعات العجز فى إطار نظام مالى فعال يستطيع معالجة توفير الكثير من المعلومات التى يحتاجها المستثمرون وبالتالى انخفاض تكلفة الاستثمار ومن ثم رواج الازدهار الاقتصادى. فعدم وجود نظام مالى فعال يؤدى إلى معاناة الشركات من قلة الفرص الاستثمارية أو عدم المقدرة على تطوير أنظمتها بما يساعد على تقديم خدمات أكثر تطوراً. وغالباً ما يؤدى هذا إلى زيادة احتمال توظيف الموارد فى مشاريع أقل إنتاجية وبالتالى التحجيم من

---

(1) LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., SHEIFER A. & VISHNY R.: Legal determinants of extemal finance, the Journal of finance, July 1997, p.1131 et s.

القدرة التنافسية لهذه الشركات أمام المنافسة الأجنبية القادمة من خلال تطبيق اتفاقية تحرير الخدمات المالية([1])».

صحيح أن توفير مصادر جديدة ومتنوعة للتمويل لا يعتمد فقط على السياسات التى يتخذها مجلس إدارة الشركة، وإنما يستلزم أيضاً وجود إطار قانونى متكامل سواء من حيث هيكل الملكية أو سياسات توزيع الأرباح أو توجيه الاستثمار أو اختيار أعضاء مجلس الإدارة. مع هذا فإن مجلس إدارة الشركة يلعب دوراً أساسياً ومحورياً فى تفعيل نظام الحوكمة وتوفير أكبر عدد من مصادر التمويل، خاصة عندما تتسم السياسة التى ينتهجها بالشفافية والمصداقية وقيامها على حماية حقوق المساهمين. فمجلس الإدارة باعتباره صاحب السلطة الفعلية فى الشركة، يستطيع النهوض بالشركة وتوجيه الاستثمارات إليها، أو على العكس الاتجاه بالشركة نحو التدهور والركود، لاسيما عندما تقل درجة الشفافية فى المعلومات الصادرة عن الشركة أو عندما ينخفض مستوى الإفصاح عن المعلومات التى تهم المستثمرين والمساهمين والدائنين على حد سواء، أو عندما لا تكون هناك شفافية فى القرارات التى تهم هذه الطوائف.

ولقد أكدت الدراسات التى أجريت لإبراز العوامل المؤثرة أو التى دفعت إلى الأزمة المالية للشركات الآسيوية، أن هذه الأزمة لم تكن سوى أزمة ثقة فى المؤسسات التى تعرضت لها([2]). فاتجاه مجالس إدارة هذه المؤسسات إلى إخفاء المعلومات عن المساهمين، خاصة تلك المتعلقة بالمبالغ التى حصلت عليها تلك الشركات من السوق قصيرة الأجل، ومحاولة إخفاء ذلك من خلال طرق ونظم محاسبية مبتكرة، هو الذى قاد إلى هذه الأزمة وكشف عن تلك الأهمية التى يمثلها مجلس الإدارة([3]).

([1]) د/ تركى الشمرى، حوكمة الشركات فى دول الخليج العربى، القبس، العدد 12336، الأربعاء، 3 أكتوبر 2007، ص2 ؛ قارب أيضا د/ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية فى الأسواق الناشئة، المرجع السابق، صـ22.

([2]) د/ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية فى الأسواق الناشئة، المرجع السابق، صـ46 وما بعدها.

([3]) راجع تقرير البورصة المصرية، الشركات العائلية تدخل دائرة الحوكمة، العدد 495، 6 نوفمبر 2006، صـ13 ؛ راجع أيضا:

كذلك يوضح الواقع العملى أهمية الدور الذى يلعبه مجلس الإدارة سواء فى مساعدة الشركة على توفير مصادر للتمويل أو فى تفعيل وإنجاح نظام الحوكمة. فلقد كشف هذا الواقع عن انخفاض كفاءة وأداء المؤسسات التى تمتلكها الحكومات فى معظم الدول. فضعف مجلس إدارة تلك المؤسسات وعدم مقدرته على استيعاب السياسات الجديدة فى الإدارة والتوجيه يقود دائماً إلى خلق مشاكل عملية كثيرة لهذه المؤسسات تفوق بكثير مقدرتها الإنتاجية.

خلاصة القول إذن أن هناك علاقة طردية واضحة بين توفير مصادر تمويل للشركة أو المؤسسة وبين الدور الذى يلعبه مجلس الإدارة فى ذلك. فهذا التوفير يعتمد بصفة أساسية على السياسات التى يتخذها مجلس الإدارة وعلى درجة الشفافية والإفصاح، لاسيما فى المعلومات والقرارات التى تهم جميع من لهم علاقة بالشركة من مساهمين ودائنين ومستثمرين.

الفرع الثانى
تدعيم تنافسية الشركة

فى الواقع إن تطبيق قواعد الحوكمة، أو بمعنى أدق اتجاه الشركات المقيدة فى بورصة الأوراق المالية إلى إعمال هذا النظام يهدف إلى تدعيم القوة التنافسية لها([1]). صحيح أن هذا الإعمال أو اتجاه تلك الشركات إلى تطبيق هذا النظام يواجه العديد من الصعوبات، أهمها ما تعتبره هذه الشركات من أن هذا التطبيق يعد تدخلاً فى سياساتها الإدارية وعلى مقدرتها فى استقطاب الاستثمارات الأجنبية. مع هذا فإنه على الرغم من تلك الصعوبات، فإن الحوكمة تلعب دوراً كبيراً فى اجتذاب تلك الاستثمارات، بما يؤثر بدوره على مقدرتها التنافسية فى الأسواق المحلية والدولية على السواء. هذا ما تؤكده

ANDREW J.: Oil giant bogged down in Siberian intrigue: BP Amoco's stake in sidanco has become a litmus test for foreign investment in Russia, The Financial Times, 20 October 1999 (CIPE, p.20).

([1]) راجع التعليق الخاص، بمركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE على قضية إفلاس شركة إنرون الأمريكية، دليل تأسيس حوكمة الشركات فى الأسواق الصاعدة، المرجع السابق، ص 9.

التقارير الصادرة عن مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية UNCTAD، إذ تبرز بوضوح أن المعيار الأساسى فى جذب الاستثمارات الأجنبية ودعم الشركات الوطنية على المنافسة والاستثمار يكمن فى وجود التنظيمات الإدارية اللازمة كحوكمة الشركات. فالمستثمر الأجنبى قبل أن يقرر أو يقدم على استثمار أمواله فى بلد ما أو فى شركة ما، فإنه يتأكد من وجود مثل هذه التنظيمات الإدارية من عدمه.

فتطبيق الشركات لنظام الحوكمة يساهم بدون شك فى زيادة ثقة المستثمر فيها، لما يلعبه هذا التطبيق من إسهام فى المشاركة فى اقتصاديات السوق الحرة. ولا جدال أن زيادة هذه الثقة تساعد على تدفق الأموال فى الشركة بما يترتب على ذلك من حفز لها على التنافس وسعيها وراء الحصول على حصة أكبر فى الأسواق.

كما يدعم نظام الحوكمة الشركة على المنافسة من خلال تأهيلها على إدارة المخاطر([1]). فإذا كانت كافة المنشآت والمؤسسات تتعرض فى ظل نظام العولمة لمخاطر عديدة، فإن انتهاجها لنظام الحوكمة يساعدها على مواجهة تلك المخاطر والتغلب عليها. فالحوكمة تزود الشركة بأفراد مؤهلون لاتخاذ القرارات الرشيدة ومواجهة التحديات العديدة التى تتعرض لها الشركة. ولا شك أن توافر هذه الخبرات يزيد من فرص نجاح الشركة وتطورها وزيادة قدرتها وإقدام المتعاملين عليها.

الفرع الثالث
ضمان قدر ملائم من الأمان للمستثمرين وحملة الأسهم

لا جدال حول وجود علاقة وثيقة بين حوكمة الشركات وأداؤها المالى. فالسياسة التى تتبعها الشركة تؤثر بالضرورة على أدائها المالى وعلى حقوق المساهمين فيها. هذا ما يؤكده الخبراء الاقتصاديون ورجال المال والأعمال. ففى تصريح للخبير الأمريكى راندولف واليرس أكد على هذه العلاقة الوثيقة

([1]) د/ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية، المرجع السابق، صـ25 وما بعدها ؛ د/ سيد إبراهيم عبد الفضيل، أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، المرجع السابق، صـ374 وما بعدها.

بين حوكمة الشركة وطريقة أدائها المالى وحقوق المساهمين فيها([1]). فالحوكمة تساعد الشركة على تحقيق الأرباح وعلى دعم سعر سهم الشركة فى السوق المالى وعلى زيادة العائد على رأس المال، فضلاً عن زيادة حصة الشركة السوقية.

من الواضح أن الحوكمة تضمن للمساهمين والمستثمرين حد أدنى من الأمان، نظراً لأنها تعطيهم الحق فى امتلاك الأسهم وبيعها وشرائها، هذا فضلاً عن سهولة الحصول على المعلومات المتعلقة بأنشطة الشركة وحسن مراقبة إدارتها وإمكانية التدخل فى الوقت المناسب لتغيير السياسات التى ينتهجها مجلس الإدارة، سواء تمثل ذلك فى توجيه نظر الإدارة إلى مخاطر تلك السياسة أو إذا اقتضى الأمر إقالة أعضاء هذا المجلس. فعادة ما تهتم إدارة الشركة بتحقيق مصالحها الذاتية على حساب مصالح حملة الأسهم والسندات([2]). لهذا ينظر إلى الحوكمة باعتبارها الوسيلة أو الأداة التى يمكن من خلالها كبح جماح الإدارة والإقلال من مخالفاتها المحتملة وتحقيق نوع من التناغم والانسجام بين مصالح الإدارة ومصالح حملة الأسهم والسندات. فمع إعمال أسس وقواعد الحوكمة تزداد قوة واستقلالية الجمعية العامة، ويتعدى دورها من مجرد المراقبة إلى توجيه الإدارة إلى تحقيق مصالح المساهمين وحملة السندات. ومن ثم لا يكون أمام إدارة الشركة من سبيل سوى العمل على إيجاد أو خلق الاستراتيجيات الجديدة التى تحسن من أداء الشركة وترفع من قيمة أسهمها وتزيد من حصتها السوقية ومدى ربحيتها([3]).

([1]) راندولف واليرس، جريدة الدستور، العدد 15601، 2007/10/2.
(www.aldustour.com/news/viewoldnews.asp).

([2]) RIVES-LANGE J.-L.: L'abus de majorité, Revue de jurisprudence commercial, n° spécial, 1991, p. 66 et s;
TRICOT D.: Abus de droit dans les sociétés, abus de majorité et abus de minorité, RTD,com, 1994, p. 618 et s.

([3]) فلقد أكد الخبراء أن الحاجة الأساسية للاتجاه نحو الحوكمة تنبع من ضرورة الفصل بين الملكية والإدارة. فجميع المستثمرون يسعون إلى الاستثمار فى شركات أو مؤسسات مدرة للربح لكى يستفيدوا ويتمتعوا بهذا الربح فيما بعد. مع هذا فإن الكثيرين منهم «لا يجدون الوقت ولا يمتلكون الخبرة اللازمة لتشغيل شركة وضمان الحصول منها على عائد الاستثمار. ونتيجة لذلك يوظف المستثمرون موظفين من ذوى الخبرة فى الإدارة لتسيير أعمال الشركة اليومية مع الأخذ فى الاعتبار زيادة ربحيتها وتحسين أدائها على

ولقد أبرزت القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات التى وضعتها الهيئة العامة لسوق المال أهمية هذه العلاقة بين الحوكمة وبين الأداء المالى وحقوق المساهمين، وذلك ببيانها أن على الشركة إقرار سياسة واضحة بشأن توزيع أرباح الأسهم بما يحقق مصلحة الشركة والمساهمين. وعلى الشركة إطلاع المساهمين على سياستها فى توزيع الأرباح وما يجنب منها فى صورة احتياطات([1]). وعلى الشركة ضرورة القيام بتوزيع أرباح نقدية سنوية على المساهمين، وذلك دون الإخلال بمشروعات التوسع وبما لا يضر بمراكز السيولة الخاصة بالشركة.

المبحث الثانى
أسس الحوكمة

على الرغم من أن قضية حوكمة الشركات تشغل حيزاً كبيراً من كتابات رجال السياسة والاقتصاد ومن تفكير رجال القانون والأعمال، فإن الأسس التى تقوم عليها والتى تسمح بالقول بنجاح تلك التجربة فى دولة ما ما تزال مثار خلاف بينهم. فالبعض ينظر إليها باعتبارها تجسيداً لحقيقة العلاقة بين الشركة وأصحابها، وبالتالى يتعين التركيز على مجموعة الأسس التى تساعد على تعظيم الربحية وقيمة الشركة فى الأجل الطويل. بينما يراها آخرون تعبير عن

المدى الطويل. غير أن العائق الرئيسى فى هذا الموضوع أن المديرين و/أو الإداريين ليسوا هم مالكى الشركة فى الغالب وبالتالى لن يتحملوا وطأة ضياع الاستثمارات وفقدان الأرباح فى حالة فشل الشركة. ويترتب على ذلك احتمال قيام المديرين و/أو الإداريين بأعمال تخفض من قيمة استثمارات المساهمين، فقد يكونون أقل اهتماماً مما ينبغى فى مراقبة عمليات الشركة الداخلية، وقد يغامرون أكثر من اللازم عندما تتعرض مراكزهم للخطر، وقد لا يميلون إلى المغامرة إذا كانت مراكزهم مضمونة. وقد يحولون دون اندماج الشركة رغم أنه سيعود بالفائدة على المدى الطويل، (....)، وقد يقومون بأعمال تجارية لحسابهم، وهذه التصرفات تؤثر بالسلب على الأداء المالى للشركة وتبرز الحاجة إلى تطبيق حوكمة الشركات

(TIROLE J.: Corporate governance, Econometrica, vol 6, n° 1, January, CIPE, p.12).

([1]) هذا ما قرره أيضا المشرع فى قانون شركات الأموال فى المادتين 40، 42 منه (لمزيد من التفصيل راجع، د/ حسين فتحى، التنظيم القانونى لشركات المساهمة، بدون دار نشر، 2010، صـ270 وما بعدها).

العلاقات بين مختلف الأطراف. وذلك على عكس اتجاه ثالث ينظر إليها باعتبارها مكون هام من مقومات هيكلة البنيان المالى العالمى.

وأياً كانت درجة الاختلاف بين هذه الاتجاهات وبصرف النظر عن الوجهة التى ينظر إليها منها، فإن أسس الحوكمة تعد الموضوع الأهم والمحور الأساسى من محاور الحوكمة، وذلك لكونها الأساس الذى يمكن الاستناد إليه لمنع الأزمات المالية. ومن ثم فإنه يتعين النظر إليها باعتبارها أساس نجاح هذا النظام ووسيلة تخطى مرحلة الركود ومكافحة الفساد بما يمثله كل ذلك من إعاقة للنمو.

فى الحقيقة إن الأسس والضوابط التى يمكن على هداها قياس ممارسة حوكمة الشركات، أيا كان النظام الذى تنتمى إليه أو السوق الذى تقاس من خلاله، تدور حول ثلاثة معايير هى:

1- حقوق المساهمين.
2- الإفصاح والشفافية.
3- مسئوليات مجلس الإدارة.

الأساس الأول
حقوق المساهمين

يرى البعض من الفقهاء أن دول النظام اللاتينى هى أقل الدول التى تعطى قوانينها أو أنظمتها الوطنية قدراً من الحماية لحقوق المساهمين والمقرضين مقارنة بالأنظمة القانونية الأخرى، كالنظام الأنجلوأمريكى. فأساس قوانين الشركات فى هذا النظام هو القانون الفرنسى المعروف عنه دولياً بأنه يقدم أقل درجة من الحماية للمساهمين مقارنة بنظام القانون الإنجليزى أو الأمريكى أو الألمانى. ومن ثم «فإن قانون الشركات المصرى (والموضوع وفقاً لهذا النظام) يحظى بترتيب منخفض من ناحية تقديم حماية تتسم بالكفاءة لحقوق المساهمين أو المقرضين([1])». وفى سبيل زيادة فعالية تلك الحماية،

([1]) د/ سميحة فوزى، حوكمة الشركات فى مصر مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى، ص368.

حاول المشرع المصرى الخروج عن أدبيات هذا النظام، بإعداد مشروع لقانون موحد للشركات لكى يحل محل قانون شركات الأموال الحالى رقم 159 لسنة 1981م بشأن شركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسئولية المحدودة، هذا فضلاً عن التعديلات المستمرة لقانون سوق رأس المال والتى تهدف إلى وضع الأطر القانونية التى تكفل حماية حقوق أقلية المساهمين، وإصدار قانون الإيداع والقيد المركزى للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000.

ولقد فعلت الهيئة العامة لسوق المال، بقرار مجلس إدارتها رقم 11 لسنة 2007، هذا الاتجاه المتنامى من المشرع نحو تحقيق حماية لحقوق المساهمين تتسم بالكفاءة والفعالية، وذلك بتقنينها لهذا الأساس أو الضابط فى القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المرفقة بهذا القرار كالتزام مفروض على عاتق الجمعية العامة. هذا ما تبرزه بوضوح المادة 3-1-2 من تلك القواعد التنفيذية بنصها على أن «تتيح الشركة كافة المعلومات التى تمكن المساهمين من مباشرة حقوقهم كاملة. ويجب أن تكون هذه المعلومات وافية ودقيقة، وتتاح هذه المعلومات للمساهمين بطريقة منتظمة وفى المواعيد المحددة. ولا يجوز التمييز بين المساهمين من حيث المعلومات المتاحة لهم([1])».

ومن هذا النص يتضح أن أهم ضوابط حوكمة الشركات هو العمل على حماية حقوق المساهمين، وبصفة خاصة حقوق الأقلية([2])، والتى عادة ما تهدر من خلال سيطرة بعض المساهمين على مجالس إدارات الشركات([3])، ومن ثم

([1]) ولا شك أن حقوق المساهمين يمكن إجمالها فى «أمن ملكية الأسهم، والحق فى الإفصاح التام عن المعلومات، وحقوق التصويت، والمشاركة فى قرارات بيع أو تعديل أصول الشركة بما فى ذلك الدمج، والمسائل المتعلقة بالأسهم الجديدة، وحماية أصولها (www.oecd.org)»؛ د/ماجدة شلبى، تطور أداء سوق الأوراق المالية، المرجع السابق، ص45.

([2]) راجع مبادئ منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية حول حوكمة الشركات، اذ تبرز أن من أهم احتياجات سوق الأوراق المالية الجيدة قوانين لحماية حقوق الأقلية من المساهمين (oecd، المرجع السابق، ص5 وما بعدها).

([3]) مع هذا يتعين القول بأن الأقلية قد تتصرف أيضاً ضد مصلحة الشركة. فليست الأغلبية وحدها هى التى تسعى إلى تحقيق مصالحها الشخصية دون مراعاة لمصلحة الشركة وباقى الشركاء، ولكن قد تميل الأقلية أيضاً إلى تحقيق مصالحها الخاصة على حساب الشركاء الآخرين. هذا ما يبرزه بوضوح حكم محكمة النقض الفرنسية الصادر فى 9 مارس 1993م فى دعوى Flandin، حيث قررت المحكمة أن ما بدر من أقلية الشركاء يبرهن على تصرفهم ضد المصلحة العامة للشركة، وذلك من خلال منعهم

السيطرة على الشركة بما يستتبعه ذلك من إغفال لحقوق تلك الطائفة([1]). فإذا كان تطبيق مفاهيم الحوكمة منوط بضرورة إحداث تفعيل كامل وشامل فى

لتنفيذ عملية جوهرية بهدف تحقيق مصلحتهم الخاصة والإضرار بمجموع الشركاء الآخرين، ولقد جاء حكم المحكمة على هذا النحو:

Il y a abus de minorité lorsque l'attitude d'un associé est contraire à l'intérêt général de la société en ce qu'il interdit la réalisation d'une opération essentielle pour celle-ci et dans l'unique dessein de favoriser ses propres intérêt au détriment de l'ensemble des autres associés (Revue des sociétés, 1993, note philippe MERLE, p.; MARIN J.C.: La mission du juge dans la prévention des abus, Revue de jurisprudence commercial, 1991, p. 112 et s.

مع هذا فإنه يصعب على أقلية الشركة عرقلة نشاط الشركة أو التصرف ضد مصلحتها العامة، وذلك على عكس الأغلبية التى تملك سلطة اتخاذ القرارات المتعلقة بالشركة، ومن ثم التصرف فى الاتجاه الذى يحقق مصلحتها الخاصة، دون التفات إلى المصلحة العامة للشركة أو الشركاء. فالسلطة التى تتمتع بها الأغلبية من شأنها توجيه قرارات لتحقيق بعض المميزات لهم والإضرار بحقوق باقى المساهمين أو الإضرار بمصلحة الشركة. هذا ما يبرزه حكم محكمة استئناف باريس الصادر فى 13 نوفمبر 1980، حيث أبطلت المحكمة القرار الذى اتخذته الجمعية العامة للمساهمين لصدوره لتحقيق مصلحة الأغلبية على حساب المصلحة العامة للشركة (RTD.com، 1982، ص257 وما بعدها). وهو الأمر الذى أكدت عليه محكمة النقض الفرنسية فى حكمها الصادر فى 6 يونيه 1990م، حيث أبرزت أن القرار الصادر من أغلبية المساهمين لم يكن المقصود منه تحقيق مصلحة الشركة، بقدر ما أريد به المصلحة الخاصة، والدليل على ذلك أنه قد تم تزييف الأصوات لإظهار صحة مداولات الجمعية العامة (مجلة الشركات، 1990، ص 607 تعليق Y.CHARTIER)

([1]) هذا ما أكده مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، بتقريره فى دليل تأسيس حوكمة الشركات فى الأسواق الصاعدة أن حوكمة الشركات تقتضى فى تلك الأسواق ما هو أبعد من حل المشاكل الناجمة عن الفصل بين الملكية والإدارة. فتلك الأسواق تتعرض بصفة مستمرة لمسائل مثل الإساءة إلى الأقلية من حملة الأسهم، والإخلال بالتعاقدات، وانخفاض الأصول، والتعامل الذاتى. وكلها تصرفات تمضى دون أدنى عقاب، وذلك لافتقار هذه الأسواق للمؤسسات السياسية والاقتصادية اللازمة لتحقيق الديمقراطية ووظائف السوق رغم أهميتها الشديدة والملحة، والتى لا يمكن أن تأتى الحوكمة بثمارها فى ظل غيابها وصياغتها لإرشادات واضحة ودقيقة لإدارة الشركات من الداخل (المرجع السابق، ص13). فمن متطلبات الحوكمة الاهتمام بحماية حقوق الأقلية من حملة الأسهم. لهذا جاء مبدأ المساواة فى التعامل بين جميع المساهمين من تلك المبادئ التى وضعتها منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية لصياغة نظام لحوكمة الشركات. وفى الحقيقية إن هذا المبدأ يقوم على وضع إطار يمكن من خلاله منع المطلعين والمديرين والتنفيذيين من استغلال وظائفهم. فالاتجار على حساب مصالح الأقلية مرفوض نهائياً، وعلى المديرين الإفصاح الكامل عن المصالح المادية المتعلقة

مفاهيم الإدارة، فإن نجاح إدارة الشركات فى حماية حقوق المساهمين يقتضى تفهم القائمين على الإدارة بأنهم يقومون بتلك المهمة بتفويض من المساهمين، الأمر الذى يستلزم عدم تجاوز السلطات الممنوحة لهم والتروى فى القرارات المتخذة، وعدم الخلط بين مهام ومسئوليات أعضاء مجلس الإدارة. ولا شك أن حسن هذا الأداء يساعد إلى حد كبير على تحقيق الأهداف المرجوة ورعاية حقوق المساهمين. فهذا الأداء الجيد والتعاون المثمر يعد من الدعائم الأساسية فى أسلوب تقييم أداء الإدارة العليا ومدى اتجاهها إلى ضمان حقوق المساهمين. فحسن أداء المهام المكلف بها كل فريق وتفهم كل فرد لمهامه، بل ومعرفته لمهام الآخر يساعد على وضع السياسات والإجراءات اللازمة لضمان حقوق المساهمين.

الأساس الثانى
الإفصاح والشفافية

بادئ ذى بدء يمكن القول بأن الإفصاح Déclaration والشفافية Transparence يعدا من أهم المبادئ، أو بمعنى أدق من أهم الأسس، التى يقوم عليها نظام الحوكمة. فهذا الأساس يعد حجر الزاوية فى مقومات نجاح هذا النظام، لما يؤديه الالتزام بهذا المبدأ من دور فى توفير المعلومات التى يحتاجها المساهمون والمستثمرون والهيئات الخارجية والتى على أساسها يتخذ هؤلاء قراراتهم([1]). فما يوفره هذا المبدأ من معلومات لكل الجهات يشكل جزءا كبيرا

بالصفقات التى تبرمها الشركة أو فى سبيل الإقدام عليها. (حول حماية حقوق أقلية المساهمين فى القانون الفرنسى وقانون الشركات المصرى، راجع د/أحمد بركات مصطفى، حماية أقلية المساهمين فى شركات المساهمة، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، 2008، ص 29 وما بعدها).

([1]) لهذا يشترط أن تكون المعلومة التى تعطى للجمهور صحيحة ومحددة وغير خادعة. أما إذا فقدت المعلومة إحدى هذه الصفات الثلاثة، كان ذلك دليلاً واضحاً على تضليل جمهور المتعاملين من ناحية، وانتهاكاً صريحاً للنصوص القانونية من ناحية أخرى (MAQUIL M.: La bourse, garante de la transparence des marchés financiers, www.google.com, p.1 et s ; ARCHAMBAULT F. : L'information n'est pas un jeu, c'est une responsabilité, GAZ.Pal, 8 mai 1993, p.566, où il décide que" l'informateur financier

فى اتخاذ القرارات المتعلقة بالانضمام إلى الشركة أو شراء أسهمها أم لا. لهذا زاد الاهتمام بهذا المبدأ، سواء على المستوى الوطنى أو الدولى، لما يلعبه من دور فعال فى نجاح أسواق المال وفى نهضة الشركات، أو على العكس انهيار الأولى وإفلاس الثانية.

بيد أن هذا الدور المؤثر لهذا الأساس لا يعنى إعطاء الحق للمساهمين والمستثمرين والمتعاملين بالسوق فى الإطلاع على كافة المعلومات الخاصة بالشركة([1]). فالتزام الشركات بالإفصاح والشفافية وما يترتب عليهما من توفير للمعلومات المتعلقة باستثمارات الشركة ونشاطها ليس التزاماً مطلقاً وإنما التزام مقيد بألا يكون من شأن هذه المعلومات الإضرار بمصالح الشركة أو المصلحة العامة، أو الإخلال بمصلحة المستثمرين.

فالالتزام بالإفصاح والشفافية هو التزام عام على كافة الشركات المصدرة للأوراق المالية، كما أنه حق لجميع المساهمين والمستثمرين والجهات الرقابية كالبورصة والهيئة العامة للرقابة المالية. لهذا ألزم المشرع الشركات بضرورة تقديم المعلومات بصورة دورية إلى تلك الجهات وإلى المساهمين وإلى الجمهور حتى يمكنه الاستفادة منها. وعليه يثير هذا الالتزام التساؤل حول مضمون هذا الأساس وكيفية متابعة التزام الشركات بقواعد الإفصاح والشفافية.

1- مضمون الإفصاح والشفافية

فى الحقيقة إن التزام الشركات المصدرة للأوراق المالية بالإفصاح والشفافية يمثل العمود الفقرى لسوق تلك الأوراق، حيث تقاس كفاءة سوق الأوراق المالية بما يتم إصداره من نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية

---

oeuvre estentiellement au profit des actionnaires et des investisseurs, afin de donner une information nette, claire et conforme à la loi").

([1]) هذا ما قرره Michel MAQUIL عند تعريفه للشفافية بأنها
La capacité de pouvoir accéder à toutes les informations essentielles, propres à une activité determine (la bourse, garante de la transparence, art.préc, p.1).

تتضمن معلومات عن حجم التداول ومؤشرات الأسعار والتعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها ([1]).

ويقصد بهذا المبدأ توفير الشركة للمعلومات والتقارير التى تمكن الأشخاص والهيئات من معرفة المركز المالى الحقيقى للشركة والذى على أساسه يمكنهم تحديد موقفهم من الشركة حالياً ومستقبلاً، مع احتفاظ الشركة بحقها فى حجب ما تراه ضرورياً منها لعدم الإضرار بالشركة أو بمركزها المالى أو بمصلحة الشركاء أو المساهمين فيها([2]). هذا ما أبرزته بوضوح المادة 301 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981م بتقريرها مثل هذه الإجازة وذلك الحجب. فلقد أجازت هذه المادة للمساهمين والشركاء الإطلاع على سجلات الشركة فيما عدا الدفتر الذى تدون فيه محاضر مجلس الإدارة والدفاتر المحاسبية للشركة، هذا فضلاً عن الإطلاع على ميزانيات الشركة وحسابات أرباحها وخسائرها وتقارير مراقبى الحسابات عن الثلاث سنوات المالية السابقة على السنة التى يتم فيها الإطلاع([3]). كل هذا مشروط بألا يؤدى الإطلاع على ما ورد بالأوراق والمستندات من بيانات الإضرار بمركز

([1]) أ/ حسين عبد المطلب الأسرج، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية، المرجع السابق، صـ366 ؛ قارب أيضا د/ عصام حنفى محمود، التزام الشركات بالشفافية، المرجع السابق، صـ3..

([2]) راجع د/ صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة فى بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة، 2001، ص18،
Voir aussi, GERMAIN M.: Transparence et information, petites affiches, 19 nov, n° 139, 1997 ; DANG-TRAN M.-Ch. : le contrôle de l''information financière en France, petites affiches, 16 octobre, n°124, 1998, p.17, où elle decide que le document d''information doit comprendre toutes les informations necessaries aux investisseurs pour fonder leur jugement sur le patrimoine, l''activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de l''émetteur.

([3]) د/ حماد مصطفى عزب، حق المساهمين فى الإعلام، المرجع السابق، صـ9 وما بعدها.

الشركة أو بالغير. ويتم الإطلاع من خلال المساهمين والشركاء أو عن طريق اصطحابهم لخبراء من المحامين أو المحاسبين([1]).

ولقد أكدت المادة السادسة من القانون رقم 95 لسنة 1992م بشأن سوق رأس المال على هذا الالتزام بنصها على ضرورة قيام كل شركة تطرح أوراقاً مالية للاكتتاب العام بتقديم تقارير نصف سنوية إلى الهيئة عن نشاطها ونتائج أعمالها، على أن تتضمن تلك التقارير البيانات التى تفصح عن المركز المالى الصحيح لها. ولا شك أن هذا الإفصاح يساعد إلى حد كبير فى استقرار سوق رأس المال، لما يؤدى إليه ذلك من تأكد الجهات الرقابية من أن التقارير والبيانات المقدمة مطابقة للحقيقة وتعبر عن المركز الواقعى للشركة([1]). فمن أهم أهداف هذا التقديم والإفصاح هو تأكد الجهات الرقابية من قيام الشركات بعمليات إفصاح كاملة وحقيقية لجميع البيانات والمعلومات التى تعبر بصدق

([1]) د/ سميحة القليوبى، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، 1989م، بند 443، ص677. ويسمى هذا بحق الإطلاع وهو من الحقوق التى حرصت قواعد السلوك وآداب المهنة على إقرارها. فنظراً لأهمية المعلومات ودقتها حرصت الهيئات الدولية المهتمة بأسواق رأس المال على وضع تشريع دولى لسلوك وآداب المهنة يتضمن كافة التوجيهات والقرارات الخاصة بسوق رأس المال وإدارتها والرقابة عليها. ولقد نشأ عن هذا التشريع ما يسمى بنظام المساهم، وهو نظام يتضمن كل ما يتعلق به من حقوق، وما يرتبط به من مزايا والتزامات، كحقه فى المشاركة فى مداولات ومناقشات الجمعية العامة، وحقه فى الاطلاع، والذى يتطور «يوماً بعد يوم مع ظهور الأسواق الجديدة واختلاف النظم المحاسبية الكلاسيكية. فالحق فى الحصول على المعلومات أصبح من الأهمية بحيث يتحكم فى حياة المشروع، خصوصاً وأن النظم المحاسبية والهياكل المالية الحديثة أصبحت تمثل إشكالية أكثر تعقيداً عن ذى قبل مما يقتضى إعلام المساهمين بصفة مطردة ومتنامية (د/صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة فى بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 22)». كما أعطى المشرع المصرى الحق فى الاطلاع على الوثائق والسجلات والحصول على البيانات لكل ذى مصلحة. هذا ما تقرره صراحة المادة 70 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م بنصها على أنه «لكل ذى مصلحة طلب الاطلاع لدى الهيئة على الوثائق والسجلات والمحاضر والتقارير المتعلقة بالشركة والحصول على البيانات أو صورة منها مصدق عليها، وذلك مقابل خمسين جنيهاً عن كل وثيقة أو بيان فى حالة الاطلاع ومائة جنيه عن كل صورة». هذا ويقدم طلب الإطلاع أو الحصول على صور من الوثائق أو البيانات إلى الهيئة مرفقاً به ما يفيد دفع المبلغ المقرر على أن يبين فى الطلب صفة مقدمه والوثيقة أو البيان الذى يطلب الإطلاع عليه أو الحصول على صورة منه والغرض المراد استخدامه فيه (م/71 من القانون 95 لسنة 1992م).

عن نتائج الأعمال وحقيقة مركزها المالى، خاصة مع إعطاء القانون الحق لكل ذى مصلحة من المساهمين والشركاء والغير فى الإطلاع لدى الهيئة العامة لسوق رأس المال أو لدى الإدارة العامة للشركات على الوثائق والسجلات والمحاضر والتقارير المتعلقة بالشركة، هذا فضلاً عن الحصول على صور منها([2]). هذا ما تبرزه بوضوح المادة 302 من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم 159 لسنة 1981م بنصها على أن «يكون لكل ذى مصلحة من المساهمين أو الشركاء أو غيرهم الإطلاع لدى كل من الهيئة العامة لسوق المال أو الإدارة العامة للشركات على الوثائق والسجلات والمحاضر والتقارير المتعلقة بالشركة وذلك مقابل رسم عن كل وثيقة يتم الإطلاع عليها، ويجوز الحصول على صورة من الوثائق وغيرها مما سبق نظير رسم عن كل وثيقة».

فى الواقع إن الإفصاح والشفافية بما يوفرانه من معلومات وبيانات يُعدان من الدعائم الأساسية التى تقوم عليها حوكمة الشركات. فهذا المبدأ لا يعد من وسائل الترفيه أو الدعاية التى تعتمد عليها الشركة فى تدعيم مركزها المالى وجذب المستثمرين إلى مجال الأنشطة التى تقوم بها، وإنما يمثل وبحق ضرورة من ضرورات الأنشطة الاقتصادية والتجارية، خاصة تلك التى يتم منها داخل أسواق الأوراق المالية([3]). فالدور الذى يؤديه هذا المبدأ، وتمثيله لهذه الضرورة، يرجع إلى أهمية المعلومات والبيانات التى يوفرها فى تهيئة المناخ المناسب داخل الأسواق بما تخلقه من مكاشفة حقيقية لحجم الأنشطة التى تقوم بها الشركة ورؤيتها المتوقعة للمستقبل، اعتمادا على أسس سليمة وتقييم حقيقى لأصول الشركة([4]). فالسعى الدائم من قبل المستثمرين والمتعاملين فى

([1]) DANG-TRAN M.-Ch.: le contrôle de l''information financière, art.préc, p.19.

([2]) هذا وقد حلت محلها الهيئة العامة للرقابة المالية بمقتضى القانون رقم 10 لسنة 2009 (م 3).

([3]) RONALD. F.: Ethics and corporate governance, an Australion Handbook, University of New South Wales, Press, LTD, 2000, p. 17 et s ; ARCHAMBAULT F. L'information n'est pas un jeu, art.préc, p. 554 et s.

([4]) VIANDIER A.: Sécurité et transparence du marché financier, commentaire des titres 1 et 2 de la loi du 2 août 1989, JCP, éd G,

مجال المال والأعمال وراء المعلومات الصحيحة عن الشركة يلزم هذه الأخيرة ويفرض على الجهات الرقابية الاهتمام الدائم بأن تعبر التقارير والقوائم الصادرة بصدق عن المركز الحقيقى للشركة، على نحو يمكن هؤلاء المتعاملين من تقدير المخاطر والمزايا التى يمكن أن تحيق باستثماراتهم([1]).

لهذا ذهب البعض وبحق إلى القول بأنه يتعين على الشركات الداخلة فى نظام الحوكمة، وتلك التى تريد أن تحصل على رأس المال أو أن تزيد من رؤوس الأموال اللازمة لإدارة أنشطتها أو التوسع فيها، الاهتمام بالمعلومات الصحيحة التى تشغل بال وفكر المستثمرين والمساهمين والراغبين فى التعامل فى سوق الأوراق المالية لما تمثله هذه المعلومات من أهمية وتلعبه من دور فى توفير المناخ الملائم داخل سوق الأوراق المالية أو فى نطاق الحياة الاقتصادية والتجارية بصفة عامة([2]).

2- متابعة التزام الشركات بالإفصاح والشفافية

فى الواقع يقع الالتزام بمتابعة الشركات بالقيام بعمليات الإفصاح والشفافية على عاتق الهيئة العامة للرقابة المالية. فهى التى تقوم بمراقبة وتقدير المعلومات والبيانات التى تقدمها الشركات التجارية سواء عن نتائج أعمالها أو عن حقيقة مركزها المالى، كما تتابع الإجراءات التى تتخذها تلك الشركات أو تقدم عليها، إما بهدف الإضرار بالسوق أو بغرض السيطرة والاستحواذ. هذا ما تبرزه بوضوح المادتين 6 ، 8 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م، حيث تبين المادة السادسة الكيفية التى يمكن من خلالها لهذه الهيئة متابعة الالتزام بالإفصاح والشفافية، فى حين توضح المادة الثامنة كيفية متابعة السبل التى تتخذها الشركات بغرض السيطرة والاستحواذ.

---

n° 49, 1989, 3420 ; MOURRE A.: La sécurité et la transparence du marché financier, Gaz pal, n° 133, mai 1990, p.2 et s.

([1]) PAGE A.-C. & FERGUSON R.-B.: Investor ptotection, op. cit, p.45 et s.

([2]) د/ عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، المرجع السابق، صـ50 وما بعدها ؛

ARCHAMBAULT F.: L'information n'est pas un jeu, art.préc, p.566.

فلقد ألزمت المادة السادسة كل شركة تطرح أوراقاً مالية فى اكتتاب عام بأن تقدم إلى الهيئة تقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها، على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التى تفصح عن المركز المالى الصحيح لها. هذا وتُعد الميزانية وغيرها من القوائم المالية للشركة طبقاً للمعايير المحاسبية ولقواعد المراجعة التى تحددها أو تحيل إليها اللائحة التنفيذية. وتخطر الهيئة بالميزانية وبالقوائم المالية وتقريرى مجلس الإدارة ومراقب الحسابات عنها قبل شهر من التاريخ المحدد لانعقاد الجمعية العامة.

ومن هذا النص يتضح أن وسائل الرقابة التى قررها المشرع للهيئة تتمثل فى الميزانية والقوائم المالية وتقريرى مجلس الإدارة ومراقب الحسابات. فهذه السبل هى التى تزود الهيئة بالمعلومات الصحيحة عن حقيقة المركز المالى للشركة وعن حجم الأنشطة التى تقوم بها ونتائجها عن فترة زمنية محددة.

وللهيئة العامة للرقابة المالية فحص هذه التقارير وتلك القوائم للتأكد من صحة البيانات والمعلومات الواردة بها، ولها أن تقوم بعملية الفحص بنفسها أو أن تكلف جهة متخصصة بها، على أن تقوم الهيئة فى جميع الأحوال بإبلاغ الشركة بنتيجة الفحص، لإعادة النظر فى هذه التقارير لتتوافق مع هذه النتيجة. فإذا لم تستجيب الشركة وتعدل ما ورد فيها من بيانات، التزمت بنفقات نشر الهيئة لهذه التعديلات. ويتم النشر فى صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتى الانتشار، إحداهما على الأقل باللغة العربية([1]). كذلك أوجبت المادة السادسة على كل شركة تواجه ظروفاً جوهرية تؤثر على نشاطها أو مركزها المالى أن تفصح عن ذلك فوراً وأن تنشر عنه ملخصاً وافياً فى صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتى الانتشار، إحداهما على الأقل باللغة العربية.

كما أناطت المادة السابعة من القانون رقم 95 لسنة 1992م بمراقبى الحسابات موافاة الهيئة بما تتطلبه من بيانات ووثائق للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرات الاكتتاب والتقارير الدورية والبيانات والقوائم المالية للشركة. ولقد عاقبت المادة 65 من قانون سوق رأس المال من يخالف الالتزامات التى تقررها هاتان المادتان بالحبس وبالغرامة أو بإحدى هاتين العقوبتين وذلك

([1]) مادة 6 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م.

بنصها على أنه «مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها فى أى قانون آخر يعاقب بالحبس وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد على خمسين ألف جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من خالف أحكام المواد رقم 6 ، 7، 17 ، 33 ، 39 ، والفقرة الثانية من المادة 49 من هذا القانون».

كذلك عاقبت المادة 63 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد على مائة ألف جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من أثبت عمداً فى نشرات الاكتتاب أو أوراق التأسيس أو الترخيص أو غير ذلك من التقارير أو الوثائق أو الإعلانات المتعلقة بالشركة بيانات غير صحيحة ومخالفة لأحكام هذا القانون أو غيَّر فى هذه البيانات بعد اعتمادها من الهيئة أو عرضها عليها.

وأخيراً تقدم المادة الثامنة من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م إحدى السبل التى تمكن الهيئة من التأكد من قيام الشركة بواجب الإفصاح والشفافية من عدمه، وذلك بإلزامها لكل من يرغب فى عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه 10% من الأسهم الاسمية فى رأس مال إحدى الشركات التى طرحت أسهما لها فى اكتتاب عام أن يخطر الشركة قبل عقد العملية بأسبوعين على الأقل. وعلى الشركة خلال أسبوع من تاريخ إخطارها بذلك أن تبلغ به كل مساهم يملك 1% على الأقل من رأس مال الشركة. ويترتب على مخالفة هذه الأحكام إلغاء العملية دون إخلال بمساءلة المتسبب عن هذه المخالفة. وتسرى الأحكام السابقة فى حالة عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه أحد أعضاء مجلس إدارة الشركة أو أحد العاملين بها من أسهم اسمية 5% من رأس مال الشركة([1]).

([1]) فى الحقيقة إن ما تقدمه هذه المادة من أداة بيد الهيئة العامة للرقابة المالية للرقابة على التزام الشركة بواجب الإفصاح والشفافية يعبر بوضوح عن أهمية هذا الالتزام فى حسن تنظيم سوق رأس المال. مع هذا فإن تلك المادة تمد نطاق الالتزام بالشفافية والإفصاح إلى طائفة معينة من المساهمين بحسب ما يملكونه من أسهم فى رأس مال الشركة. فالتزام المساهمين بالإفصاح والشفافية يتوقف على نسبة الأسهم التى يحوزونها من أسهم الشركة. هذا ما تبرزه هذه المادة من قانون سوق رأس المال، بالإضافة إلى نص المادة 61 مكرر (4) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال،

مع هذا فإن ما قرره المشرع من نصوص تلزم الشركات بنشر البيانات والمعلومات التى تمكن المستثمرين والمساهمين من الاتجاه نحو الاستثمار فى مجـال الأوراق المالية، لم ترقى بعد إلى الحد الذى يساهم بشكل فعال فى تطوير الأداء أو فى زيادة النشاط. ولعل السبب الرئيسى فى ذلك يرجع إلى عدم إجبار تلك الشركات بضرورة التخلى عن مبدأ السرية فى نشر البيانات التفصيلية المتعلقة بالأحداث الكبرى ذات المردود السلبى أو الإيجابى على مركز الشركة المالى أو حجم الأنشطة التى تقوم بها. يضاف إلى ذلك أنه لم يتم الارتقاء بعد «بمستويات الإفصاح المطلوبة من الشركات المسجلة بالسوق، بحيث لا تقف عند حدود تقديم بيانات محاسبية صماء بلا أى دلالة، بل تتعدى ذلك إلى تحليل مؤشرات أداء الشركات وحصتها فى السوق وإمكانات التوسع والنمو والمخاطر التى تتعرض لها، وغيرها من البيانات اللازمة لحماية المستثمرين»([1]).

والتى تلزم المساهم الذى يمتلك نسبة 15% فأكثر من أسهم الشركة بالإفصاح على النحو التالى:
يقوم من يرغب فى شراء نسبة 15% فأكثر من أسهم إحدى الشركات التى تساهم فيها الدولة أو شركات قطاع الأعمال العام أو شركات القطاع العام بإخطار الهيئة والبورصة برغبته فى الشراء وبالثمن الذى يرغب الشراء به ومدة سريان العرض، وأن يضمن عرضه شراء نسبة لا تقل عن 25% من الأسهم التى يتناولها العرض من أشخاص القطاع الخاص. فإذا لم يبلغ ما يقبلون بيعه تلك النسبة، كان له استكمال الشراء من غيرهم. أما إذا تجاوز ما يقبلون بيعه عدد الأسهم المطلوبة منهم، تعين الشراء من كل منهم بنسبة ما قبل بيعه إلى مجموع عدد الأسهم المعروض شراؤها من القطاع الخاص. وعلى الرغم من أن الالتزام بالإفصاح والشفافية قد ورد بشأن عروض الشراء وليس عروض البيع، مع هذا فإن الهدف من ورائه يقتضى امتداده أيضاً إلى عروض البيع. فإذا كانت الهيئة العامة لسوق المال أكدت على أن الهدف من الإفصاح عند تملك تلك النسبة من رأس المال هو التأكيد على وجود معلومات محددة عن كيفية توزيع رأس المال الخاص بالشركات المقيدة وأن نشر هذه المعلومات يساعد فى تدعيم مبدأ شفافية الأسواق المالية، فإن الأمر يقتضى الالتزام بهذه القواعد طالما وصلت النسبة التى يمتلكها المساهم الحد المطلوب دون النظر إلى طريقة الحصول عليها بيعاً أم شراءً (د/ صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، صـ102).

([1]) أ/ سعيد رمضان عرفه، الرقابة على سوق رأس المال وأثرها على استقرار ونمو السوق (دراسة حالة لمصر)، رسالة ماجستير، كلية الحقوق - جامعة الزقازيق، 2007، ص123.

فى الحقيقية إن التزام الشركات بالإفصاح والشفافية يتوقف على الدور المنوط بالجهات الرقابية القائمة على إدارة أسواق الأوراق المالية. فإذا كان المشرع قد أوجب على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الإعلان عن البيانات والمعلومات والإجراءات التى تتخذها فى الوقت المحدد ولجميع المتعاملين، فإن أداء هذا الالتزام، دون زيادة أو نقصان، يتوقف على قيام الجهات الرقابية بمهامها وحسن أدائها لدورها الذى رسمه المشرع([1]). ولا خلاف أن القيام بهذه المهام وأداء هذا الدور يمكن تحققه من خلال القيام بإجراءين:

الأول : التأكد من أن القوائم المالية والتقارير التى تقدمها الشركات قد تمت طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية ولقواعد المراجعة المتعارف عليها([2]). فإعمال هذه المعايير يدعم من كفاءة الإدارة المالية، كما أنه يساعد على توفير

([1]) بل إن البعض يرى أن تدعيم الإفصاح والشفافية فى سوق الأوراق المالية يمكن أن يتم من خلال استمرار تحديث وتطوير موقع البورصة المصرية على شبكة الإنترنت بالإمكانيات اللازمة لإمداد المشاركين بكافة المعلومات الفورية، وبالعمل على ربط البورصة المصرية بالقمر الصناعى المصرى لسرعة نشر المعلومات عن السوق وتوظيفه فى العمل على توسيع دائرة المتعاملين بالبورصة، والتوسع فى إنشاء شركات نشر المعلومات التى تساهم فيها البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية العاملة بالسوق مع تقديم جميع التيسيرات لها من جانب هيئة سوق المال والوزارات فى الجهات المعنية، وأخيراً بتمتع القائمين على سوق الأوراق بمرونة عالية من أجل الاستجابة للتطورات والمتغيرات الجديدة داخل السوق وخارجه بهدف تحقيق التوازن عبر القنوات الادخارية المختلفة من جهة وحمايته من أية هزات أو ضربات يمكن أن تنتقل إليه من الخارج من جهة أخرى (أ/حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار، مجلة مصر المعاصرة، العدد 478/477، يناير – أبريل 2005، ص 560).

([2]) قارب من هذا، د/صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة فى بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 82، حيث يشير إلى أهمية الالتزام بالنظام المحاسبى الذى تسير عليه الشركة عند إعداد كل ميزانية، لما يلعبه هذا الالتزام من دور فى سهولة المقارنة بين الميزانيات ومنها التعرف على تطور الأداء. فمن المؤكد أن التعرف على أداء الشركة وتطوره من عدمه «يقتضى ثبات النظام المحاسبى الذى تقوم عليه المقارنة وإذا حدث أى تعديل فى النظام المحاسبى يجب أن ينص عليه مع توضيح مبررات ذلك. بل يجب أن تعطى النتائج وفقاً للمعايير المحاسبية القديمة وليست المعدلة. وكذلك يجب تطبيق المعايير المحاسبية المعترف بها والمتفق عليها». راجع كذلك تقرير منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية، حيث جاء به أن من أهم مقومات

«بيانات ومعلومات واقعية وحيوية للمساهمين والمستثمرين الراغبين فى امتلاك الأوراق المالية بما يهيئ لهم القيام باستثمارات مستنيرة قائمة على رؤية واضحة وقرار صائب([1])».

الثانى : الإعلان بشفافية عن كل البيانات والإجراءات التى تتم داخل سوق الأوراق المالية، حتى يمكن للمتعاملين والمستثمرين والمساهمين حماية مصالحهم أو اتخاذ الإجراءات التى تحمى حقوقهم. فالشفافية فى الإعلان عن هذه البيانات وتلك الإجراءات تساعد إلى حد كبير على استقرار سوق الأوراق المالية وتساهم بشكل فعال فى التغلب على الصعوبات والقضاء على المعوقات التى تواجه هذه السوق. فهذه الشفافية فى التعامل لا تترك أى فرصة للشائعات أو الممارسات الضارة التى قد تؤثر على حركة التعامل أو على مركز بعض الشركات([2]).

وعلى الرغم من أهمية هذا الأساس وضرورته، إلا أنه تكتنفه بعض الصعوبات العملية التى تجعل من تحققه على الوجه الأكمل أمرا صعب المنال. فإذا كان المشرع قد حدد على نحو واضح ودقيق الوسائل التى يمكن من خلالها تحققه باعتباره ضرورة من متطلبات سوق الأوراق المالية، فإن إعمال هذه السبل على أرض الواقع تصادفه العديد من المشاكل، أهمها صعوبة فهم وتحليل البيانات والمعلومات المعلن عنها. فعلى الرغم من تولى شركات الإيداع والقيد المركزى نشر المعلومات التى يجب الإفصاح عنها نيابة عن الشركات المصدرة للأوراق المالية، إلا أنه فى حالات كثيرة لا يمكن للمستثمرين، خاصة غير المتخصصين منهم، فهم هذه المعلومات وبالتالى اتخاذ القرار المناسب بشأنها([3]).

الإفصاح والشفافية القيام بالمراجعة السنوية بمعرفة مراجعين مستقلين وفقاً لمعايير قياسية عالية الجودة.

([1]) د/ عصام حنفى محمود، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، المرجع السابق، ص11 ؛ د/ محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، بدون دار نشر، بدون سنة نشر، صـ293.

([2]) د/ عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، المرجع السابق، صـ51.

([3]) هذا ما أبرزته الدراسات المتخصصة التى تناولت الأزمة التى تعرضت لها الدول الآسيوية، وذلك بتقريرها أن «ما بدا فى آسيا كأزمة مالية ما هو إلا أزمة فى شفافية

كذلك يعوق تحقيق هذا المبدأ على الوجه الأكمل ما تقوم الشركة بحجبه من معلومات، حفاظاً منها على مصالحها وعدم تعريضها لخطر المنافسة غير المشروعة، خاصة فى ظل تلك الممارسات التى تقوم بها الشركات المنافسة من أجل السيطرة والاستحواذ، أو على الأقل الإضرار بالمنافسين وإفساد خططهم المستقبلية. فقد ترى الشركة إعمالاً لمبدأ سرية المعلومات، ضرورة الاحتفاظ ببعض المعلومات والبيانات تحقيقاً لأهدافها وتفويت الفرصة على المنافسين للإضرار بها. فإقامة نوع من التوازن بين ما يتعين على الشركة الإفصاح عنه من معلومات وبيانات، وبين استخدامها لمبدأ السرية هو أمر يصعب الوصول إليه، وذلك على الرغم من تلك المتطلبات التشريعية التى حددها المشرع فى ظل القوانين المنظمة للشركات أو تلك التى تحدد العمل داخل سوق رأس المال([1]).

وهكذا يتضح أن الالتزام بالشفافية والإفصاح كمطلب من متطلبات الحوكمة وأحد المبادئ اللازمة لتحقيقها هو أمر قد يصعب تحققه على الوجه

الشركات تشمل العلاقة بين الحكومة والشركات، وبين المقرضين وأصحاب حقوق الملكية، وبين العلاج القانونى للإفلاس والصداقات الحميمة (CIPE، المرجع السابق، ص20)». يضاف إلى هذه الأسباب سلب الأصول والتلاعب فى تسجيل الأسهم والاحتيال، والتى أبرزتها الاضطرابات المستمرة للمؤسسات المالية بروسيا.

([1]) ولا شك أن هناك اختلاف واضح بين القوانين التى عالجت هذا الموضوع، فالبعض منها يوسع «من دائرة السرية والبعض الآخر يرى غير ذلك. لهذا تدعو الحاجة إلى إيجاد تشريعات دولية تنظم هذه المسائل للتوفيق بين القوانين المختلفة، حتى لا تخلق لدى المستثمرين نوعاً جديداً من forum shopping وذلك باختيارهم للقوانين الأكثر حماية لمصالحهم فى المناطق الاقتصادية لدى دولة ما دون أخرى، مما يساعد على انتشار التحايل الدولى. ومن المعروف أن المجتمعات الأوروبية ذات النظام الديمقراطى مولعة بالمعرفة والمساواة والشفافية، وأن مسألة السرية المتعلقة بالأعمال بمفهومها القديم قد مضى زمنها أو على الأقل لم تعد مقبولة بالصورة التى كانت عليها. فمسألة السرية أصبح يضحى بها أمام مبدأ الشفافية والحصول على المعلومات خصوصاً مع زيادة الاستثمار فى الثروات المنقولة والأوراق المالية المرتبطة بالنشاط التجارى وتكوين الشركات التجارية المساهمة. وتحاول تلك الشركات من جانبها التوفيق بين حقوقها المشروعة فى حماية أسرارها الخاصة، خصوصاً تجاه الشركات الأخرى المنافسة التى تستطيع أن تؤثر على مركزها المالى والاقتصادى، وبين الالتزام بمبدأ الشفافية والإفصاح الذى يفرض عليها إعطاء المعلومات الصحيحة والدقيقة لمساهميها، وكذلك لكافة الجمهور حتى لا تتعرض لأنواع عديدة من العقوبات بموجب القوانين المتعلقة بالشركات وأسواق رأس المال (د/صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة فى بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص40)».

الأكمل، لما تلعبه البيانات والمعلومات الواردة بالتقارير التى تلتزم الشركة بتقديمها من دور أساسى فى تحقيق أهداف الشركة ورسم سياستها المستقبلية، الأمر الذى يضع الشركة وإدارتها بين شقى الرحى، الالتزام بالقوانين واللوائح وما تفرضه من واجب الشفافية والإفصاح، وبين منطقية المحافظة على قدر من المعلومات والبيانات الضرورية لإنماء الشركة وتوسيع أنشطتها وعدم تعريض أعمالها للخطر([1]).

الأساس الثالث
مسئوليات مجلس الإدارة

لقد بينت القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات اختصاصات مجلس إدارة الشركة والتزامات أعضائه بإحالتها إلى النظام الأساسى للشركة والذى يتعين أن يحددها بشكل واضح وتفصيلى. هـذا ما تبرزه بوضوح المادة (2–2-1) بنصها على أنه «يجب أن يحدد النظام الأساسى للشركة اختصاصات المجلس والتزامات أعضائه بشكل واضح وتفصيلى». وفى جميع الأحوال لا يجوز للمجلس تجاوز حدود الاختصاصات المنصوص عليها فى النظام الأساسى أو القيام بأية تصرفات تخرج عن نطاق الغرض الذى أنشئت من أجله الشركة([2]).

([1]) راجع الاقتراحات التى تقدمت بها مؤسسة التمويل الدولية (IIF)، والتى تدور حول ضرورة التنسيق بين ما يتم الإفصاح عنه وما يمكن الاحتفاظ به.
Policies of Corporate Governance and Transparency in Emerging Markets (February 2002), IIF Equity Advisory Group.
راجع كذلك، د/ حماد مصطفى عزب، حق المساهمين فى الإعلام، المرجع السابق، صـ5.

([2]) فى الواقع يعتمد هذا الالتزام بصورة أساسية على نظام الملكية فى الشركة، وكون هذه الأخيرة تخضع لنظام الملكية المركزة أم الملكية المشتقة، حيث تتركز الملكية والسيطرة فى النوع الأول فى عدد صغير من الأشخاص والشركات القابضة والبنوك (يطلق عليهم اسم الداخليين)، وذلك على عكس النوع الثانى حيث يوجد عدد كبير من المالكين، يمتلك كل منهم عدد صغير من أسهم الشركة (يطلق عليهم اسم الخارجين). وفى النظام الأول من السهل إرغام مجلس الإدارة على الالتزام بعدم تجاوز الاختصاصات المخولة له، حيث يكون لدى الداخلين القدرة والحافز على مراقبة المجلس عن كثب، ومن ثم تضيع الفرصة على إدارة الشركة للاتجاه نحو اتخاذ قرارات تضر بمصالحهم أو تقلل من فرص تحقيق الأرباح أو تؤثر على أداء الشركة على المدى الطويل. على العكس فى النظام الثانى يؤدى امتلاك عدد كبير من

كذلك أقامت تلك القواعد مسئولية المجلس عن صحة ودقة كافة البنود الواردة بالتقرير السنوى. وهكذا يتضح أن مسئولية مجلس الإدارة، إما أن تكون مسئولية عامة، مردها الاختصاصات العامة التى يحددها النظام الأساسى للشركة على نحو واضح ودقيق، وإما أن تكون مسئولية خاصة بنوع معين من الاختصاصات، كتلك الناشئة عن التزامات المجلس المرتبطة بالإفصاح والشفافية. ومن ثم يتعين علينا التعرض للمسئولية الناشئة عن الاختصاصات العامة(1)، قبل بيان المسئولية المرتبطة بالإفصاح والشفافية(2).

1- المسئولية الناشئة عن الاختصاصات العامة

كما سبق أن بينا أحالت القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات إلى النظام الأساسى للشركة فى تحديد اختصاصات المجلس والتزامات أعضائه. فالنظام الأساسى لكل شركة هو الذى يبين على نحو واضح وتفصيلى اختصاصات مجلس الإدارة والتزامات أعضائه. مع هذا فقد قيدت القواعد التنفيذية الحرية التى يتمتع بها الأعضاء فى تحديد تلك الاختصاصات بقيدين: الأول هو عدم تجاوز المجلس بأى حال من الأحوال حدود هذه الاختصاصات. فعلى مجلس الإدارة الالتزام بهذه الاختصاصات، وإلا كان مسئولاً عن أى مخالفة ترتكب بشأنها. ويسأل المجلس بالتضامن بين أعضائه عن الأخطاء التى ترتكب فى

الأشخاص لأسهم الشركة إلى عدم تحفز صغار المساهمين إلى مراقبة أنشطة الشركة عن قرب، بل إن البعض منهم قد يميل إلى عدم الاشتراك فى القرارات أو السياسات التى تنتهجها الشركة. لهذا يعتمد الخارجين على «أعضاء مجلس إدارة مستقلين فى مراقبة ومراجعة سلوك الإدارة، ويميل الأعضاء المستقلون إلى الإفصاح عن المعلومات صراحة وبطريقة منصفة، وتقييم أداء الإدارة بموضوعية وحماية حقوق المساهمين بكل قوة. ونتيجة لذلك تعتبر أنظمة الخارجين أكثر قابلية للمساءلة والمحاسبة وأقل عرضة للفساد، كما تميل إلى تشجيع أسواق رأس المال ذات السيولة (CIPE، المرجع السابق، ص18)». يضاف إلى ذلك أن نظام الداخلين قد يؤدى فى بعض الحالات إلى إهدار حقوق الأقلية، لاسيما عندما يتواطأ هؤلاء المسيطرون على رأس المال، بل على الأصوات، مع إدارة الشركة بهدف الاستئثار بأصولها على حساب صغار المساهمين. كذلك قد يستخدم هؤلاء المسيطرون ما لديهم من قوة للتأثير على القرارات التى يتخذها مجلس الإدارة نحو تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة الشركة.

وأياً كان النظام الذى تخضع له ملكية الشركة، فإنه يتعين التأكيد على ضرورة التزام أعضاء مجلس الإدارة بحدود اختصاصاتهم وعدم تجاوزها، وذلك حتى يطمئن

إدارة الشركة. فقد يسأل الأعضاء جنائياً عندما يشكل الفعل إحدى الجرائم التى يعاقب عليها قانون العقوبات أو قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981م، كتلك التى تنص عليها المادة 5/162 والمتمثلة فى توزيعهم أرباح أو فوائد على خلاف أحكام قانون الشركات أو نظام الشركة([1]). كذلك يسأل أعضاء مجلس الإدارة جنائياً عندما يشكل الفعل المسند إليهم جريمة يعاقب عليها قانون العقوبات، كجريمة النصب أو خيانة الأمانة أو التزوير أو استعمال المحررات المزورة. كما يعاقب أعضاء مجلس الإدارة عند إفلاس الشركة، إذا ارتكب

المساهمون على أن أموالهم تدار بطريقة سليمة وأن ما تحققه من عوائد ستعود عليهم، وأن مديرى الشركة لن يسرقوا هذه الأموال أو يستثمرونها فى مشاريع فاشلة.

([1]) راجع كذلك المادة 7/162 من قانون شركات الأموال 159 لسنة 1981م، حيث تعاقب كل من يتصل بحكم عمله بالشركة وأفشى أسرارها بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن ألفى جنيه ولا تزيد على عشرة آلاف جنيه يتحملها المخالف شخصياً أو بإحدى هاتين العقوبتين. مع هذا فإنه لا يشترط لقيام هذه الجريمة وقوع ضرر للشركة من جراء هذا الإفشاء، وإنما يكفى مخالفة المتصل للالتزام المفروض عليه أو استفادته من هذا الإفشاء. هذا ما أكد عليه القضاء الإنجليزى، بقضائه فى قضية شركة MAI أن عدم وقوع ضرر للشركة من جراء ما اقترفه المدعى عليهم لا ينفى مسئوليتهم لانتهاكهم الواجب الائتمانى المفروض عليهم، مما يعطى الشركة الحق فى استعادة ما جنوه من أرباح ومنعهم من الاستفادة منها. ولقد جاء حكم المحكمة على النحو التالى:

«it is true that the complaint before us does not contain any allegation of damage to the corporation but this has never been considered to be an essential requirement for a cause of action founded on breach of fiduciary duty. This is because the function of such an action, unlike an ordinary fort or contract case is not merely to compensate the plaintiff for wrongs committed by the defendant but to prevent them, by removing from agents and trustees all inducement to attempt dealing for their own benefit in matters which they have undertaken for others or which their agency for trust relates,

مشار إليه لدى د/حسين فتحى، تعاملات المطلعين، المرجع السابق، ص39 وما بعدها؛ راجع كذلك:

FISHER J. & BEWSEY J. : The law of investor protection, op.cit, p.355 et ; MARTIN J.-C.: Le délit d'initié en droit français, pétites affiches, n° 71, 1994, p.

البعض منهم أى فعل يدخل فى تكوين الركن المادى لجريمة التفالس بالتدليس أو التقصير.

وقد تتوقف هذه المسئولية عند المسئولية المدنية، عقدية أكانت أم تقصيرية، عندما يثبت الخطأ فى جانبهم. فالقاعدة العامة هى عدم مسئولية مجلس إدارة الشركة عن الأضرار التى تصيب الشركة أو المساهمين أو الغير، مادام أنها لم تنشأ عن خطأ ارتكبوه أثناء قيامهم بإدارة الشركة. أما إذا ثبت الخطأ فى جانبهم، فإنهم يسألون عنه وعن أعمال الغش أو إساءة استعمال السلطة أو ما يرتكبونه من مخالفات لأحكام القانون أو نظام الشركة. ولا تحول إجازة الجمعية العامة للتصرفات الخاطئة الصادرة عن مجلس الإدارة دون إقامة دعوى المسئولية عن مثل هذه التصرفات. هذا وإن كانت مثل هذه الإجازة تساهم بدور ما فى تخفيف مسئوليتهم عن الأضرار الناجمة عنها. هذا ما تقرره المادة 1/102 من قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981م بنصها على أنه «لا يترتب على أى قرار يصدر من الجمعية العامة سقوط دعوى المسئولية المدنية ضد أعضاء مجلس الإدارة بسبب الأخطاء التى تقع منهم فى تنفيذ مهمتهم». وهكذا يتعين لقيام مسئولية أعضاء مجلس الإدارة المدنية أن تقع منهم هذه الأخطاء أثناء عضويتهم، أما «إذا وقع الضرر بعد تركهم العضوية لسبب أو لآخر، فلا مسئولية عليهم، اللهم إلا إذا كان هذا الضرر راجعاً إلى أفعالهم أثناء مدة ولايتهم بالمجلس([1])». كذلك تسقط دعوى المسئولية المدنية، عندما يتم عرض الفعل الموجب لها على الجمعية العامة بتقرير من مجلس الإدارة أو مراقب الحسابات، بمضى سنة من تاريخ صدور قرار الجمعية العامة بالمصادقة على تقرير مجلس الإدارة([2]). أما إذا شكَّل الفعل المنسوب إلى

([1]) د/ محمد فريد العرينى، الشركات التجارية، المرجع السابق، فقرة 279، صــ280؛ د/حسين فتحى، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، المرجع السابق، ص 16 وما بعدها.

([2]) فإذا كان للشركة الحق، عندما يلحقها ضرر نتيجة أخطاء مجلس الإدارة، فى مباشرة دعوى المسئولية تجاه أعضائه، فإن هذا الحق يتلاشى بمضى سنة من تاريخ صدور قرار مصادقة الجمعية العامة على تقرير المجلس. وكذلك يسقط حق المساهمين فى مباشرة دعوى الشركة بمرور سنة من تاريخ مصادقة الجمعية العامة على تقرير مجلس الإدارة، وذلك لأن حق المساهم فى مباشرة دعوى الشركة يرتبط بحق الجمعية العامة فى رفعها. ومن ثم يتعين أن يظل حق هذه الأخيرة فى رفعها قائماً لم يسقط، حتى يكون للمساهم الحق فى إقامتها. صحيح أن حق المساهم فى إقامة دعوى الشركة

مجلس الإدارة جناية أو جنحة، فلا تسقط الدعوى إلا بسقوط الدعوى العمومية([1]).

هذا والأصل أن مسئولية أعضاء مجلس الإدارة المدنية هى مسئولية تضامنية، ما لم يثبت البعض منهم اعتراضه على القرار الذى رتب تلك المسئولية وقام بتسجيله فى محضر الجلسة التى صدرت فيها هذه الأعمال، أو عندما تلاحق تلك المسئولية أحد الأعضاء فقط دون باقى المجلس. ولا يعد التغيب مانعاً من قيام المسئولية ما لم يكن بعذر مقبول، حتى لا يؤدى هذا إلى انتشار الروح السلبية لدى أعضاء المجلس، ومن ثم تفضيل البعض منهم الغياب عن حضور الجلسات تفادياً للمسئولية الناشئة عن المشاركة فيها.

أما القيد الثانى فيتمثل فى عدم قيام مجلس الإدارة بأى أعمال خارجة عن حدود الغرض الذى أنشئت الشركة من أجل تحقيقه. هذا ما تبرزه بوضوح

يُعد من الحقوق الأساسية التى لا يجوز المساس بها أو تعليقها على شرط أو إذن من الجمعية العامة أو على أى إجراء آخر (م102 من قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981م). مع هذا فإن الحق فى رفع دعوى الشركة من المساهم مقيد بقيد زمنى هو عدم التقادم الحولى، ثم ضرورة الاحتفاظ بصفته كمساهم طوال مدة السير فى الدعوى. وعليه لا يجوز لمن فقد هذه الصفة أو مر عام على تصديق الجمعية العامة على تقرير المجلس أن يقوم بمباشرة الدعوى. بيد أن سقوط هذا الحق لا يحول بين المساهم وبين رفع دعوى فردية على أعضاء مجلس الإدارة مباشرة أو على الشركة بوصفها مسئولة عن أعمالهم مسئولية المتبوع عن أعمال تابعيه، وذلك عندما يقتصر الضرر عليه أو على فئة معينة من المساهمين دون أن يمتد إلى الشركة كشخص معنوى، كأن يقوم أعضاء مجلس الإدارة بتبديد الأرباح الخاصة بأحد المساهمين، أو عندما لا يمكن المجلس المساهم من الإطلاع على دفاتر الشركة وحساباتها. فالدعوى التى يرفعها المساهم هى إذن دعوى فردية، موضوعها تعويض الأضرار الخاصة التى لحقت به وليست دعوى جماعية كدعوى الشركة. كما أن هذه الدعوى هى دعوى تقصيرية، لأنها لا تستند إلى أساس عقدى يربط المساهم بمجلس الإدارة. ومن ثم يتعين على المساهم إقامة الدليل على خطأ مجلس الإدارة وعلى الضرر الشخصى الذى أصابه وما بين الاثنين من علاقة سببية. وأخيراً لا يؤثر تصديق الجمعية العامة على تقرير مجلس الإدارة وما ينقضى عليه من مدة على حق المساهم فى رفع تلك الدعوى. فسقوط دعوى الشركة بالتقادم الحولى لا يؤثر إذن على حقه فى رفعها. خلاصة القول إذن أن هذه الدعوى من «حق المساهم وحده، فلا تتوقف مباشرتها على إذن من الجمعية العامة. وله أن يرفعها ولو تنازل عن أسهمه للغير وقت رفع الدعوى، إذ يكفى أن يكون الفعل الخاطئ قد وقع فى وقت كان لا يزال فيه مساهماً فى الشركة (د/محمد فريد العرينى، الشركات التجارية، المرجع السابق، بند 283-3، صـ284)».

([1]) راجع الفقرة الثانية من المادة 102 من قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981م.

المادة 54 من قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981م بتقريرها بأنه لمجلس الإدارة كل السلطات المتعلقة بإدارة الشركة والقيام بكافة الأعمال اللازمة لتحقيق غرضها، وذلك فيما عدا ما استثنى بنص خاص فى القانون أو نظام الشركة من أعمال أو تصرفات تدخل فى اختصاص الجمعية العامة. فالقاعدة العامة، وفقاً لهذا النص، أن لمجلس الإدارة كافة السلطات وله الحق فى مباشرة كل الأعمال التى تلزم لتحقيق غرض الشركة، ولا يحد من هذه السلطات أو ينقص منها إلا ما استثنى بنص خاص فى قانون الشركات أو فى نظام الشركة. فإذا كان المشرع قد وسع من سلطات مجلس الإدارة واختصاصاته بإعطائه سلطة القيام بكافة الأعمال، أياً كان نوعها، مادام أنها ترمى إلى تحقيق غرض الشركة([1])، فلا يحد منها سوى هذا الغرض وما يتضمنه النظام الأساسى لها من قيود، طالما أنها لا تصل إلى درجة سلب سلطة الإدارة من هذا المجلس، أو ما يدخل فى اختصاص الجمعية العامة من أعمال([2])، أو ما تقرره النصوص القانونية الآمرة من استثناءات.

2- المسئولية المرتبطة بواجب الإفصاح والشفافية

لا خلاف أن الالتزام بالإفصاح والشفافية يقع على عاتق مجلس إدارة جميع الشركات، سواء المصدرة للأوراق المالية، أو تلك العاملة فى مجال هذه الأوراق، كشركات السمسرة وشركات ترويج وتلقى الاكتتاب فى الأوراق

([1]) مع هذا فإن قيام مجلس الإدارة بمباشرة هذه الاختصاصات يقيم مسئوليته فى مواجهة المساهمين وأصحاب المصالح الأخرى. ففى ظل الحوكمة تزداد شفافية الشركة من ناحية وتتعاظم مسئولية الإدارة من ناحية أخرى. فإذا كانت الحوكمة تعمل على تقوية إجراءات الحكم الداخلى فى الشركة، فإنها كذلك تضمن جعل الإدارة مسئولة أمام مالكى الأسهم وأصحاب المصالح الأخرى، كالبنوك وحملة السندات والعمال.

([2]) ومن قبيل هذه الأعمال، الاختصاص باتخاذ قرار زيادة رأس المال المرخص به (وذلك على عكس رأس المال المصدر) إذ يملك مجلس الإدارة سلطة اتخاذ القرار بزيادته طالما أن ذلك فى حدود رأس المال المرخص به (م1/33 من القانون)، أو بتغيير غرض الشركة أو باندماجها أو بتصفيتها. هذا فضلاً عن أعمال التبرع، إذ لا يحق للمجلس أن يتبرع فى سنة مالية بما يجاوز 7% من متوسط صافى أرباح الشركة خلال السنوات الخمس السابقة على هذه السنة، ما لم يكن التبرع للأغراض الاجتماعية الخاصة بالعاملين أو لجهة حكومية أو لإحدى الهيئات العامة (م101 من القانون). وإن كان يلزم فى جميع الأحوال الحصول على ترخيص خاص من الجمعية العامة متى تجاوزت قيمة التبرع ألف جنيه. أما أعمال التبرع للأحزاب السياسية، فإنها لا تجوز بصفة مطلقة. ومن ثم فإنه لا يجوز للمجلس القيام بها وإلا كان التبرع باطلاً.

المالية أو شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية. وهذا الالتزام قصد به إبراز حرص المشرع على زيادة العمل على جدية المعاملات وتفعيل الحماية القانونية للمستثمرين والمساهمين على السواء. لهذا ألزم المشرع مجالس إدارات الشركات بأن تكون المعلومات والبيانات الواردة بالتقارير والقوائم المالية التى تعلنها صحيحة وحقيقية ومعبرة عن المركز المالى لها وعن واقع الأنشطة التى تقوم بها([1]). بل إن المشرع إمعاناً فى جدية تلك التقارير والقوائم، وما يرد بها من بيانات، أعطى لشركات الإيداع والقيد المركزى الحق فى نشر هذه التقارير وتلك القوائم عندما تتقاعس الجهات المصدرة عن إجراء النشر فى الأوقات المحددة. هذا ما تبرزه بوضوح المادة الثالثة من قانون الإيداع والقيد المركزى رقم 93 لسنة 2000، بنصها فى فقرتها الثالثة على أنه يقصد بنشاط القيد المركزى نشر التقارير والمعلومات التى تفصح عنها الجهات التى تصدر الأوراق المالية أو المتعلقة بتلك الأوراق. ولقد أكدت المادة 3/30 من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيد المركزى على هذا الحق بنصها على أن «تتولى الشركة نيابة عن الجهة المصدرة وعلى نفقتها نشر هذه المعلومات بالوسائل التى تحقق العلانية والشفافية، وذلك ما لم تقم الجهة المصدرة بإجراء النشر بمعرفتها فى الوقت المحدد وفقاً لأحدث هيكل لملكيات المساهمين».

وأياً كانت الأهداف التى ابتغى المشرع تحقيقها من وراء نشر التقارير والقوائم المالية الواجب على الشركة الإعلان عنها، فإن ما يهمنا أن هذا الالتزام يقع بصفة أساسية على مجلس إدارة الشركة. وإذا تقاعس هذا الأخير، فإنه يتعين على شركة الإيداع والقيد المركزى القيام بهذا الإعلان نيابة عنه، مع تحمل هذا المجلس المسئولية كاملة سواء عن التقصير فى الإعلان أو عما يتضمنه هذا الإعلان من بيانات ومعلومات غير حقيقية([2]). ومن ثم يتعين على

([1]) د/ صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة فى بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 82، حيث يقرر أنه يجب على مديرى الشركات المقيد أسهمها بالبورصة القيام بتقديم الحسابات السنوية والتقارير الخاصة بالنشاط الجارى للشركة والقوائم المالية، وذلك بكل «كفاءة ودقة وحزم، سواء من حيث مصداقية المعلومات أو ما يتعلق بوسائل النشر، واحترام المواعيد المحددة لذلك، وأن عدم احترام هذه الشروط يُعد مخالفة من جانب الشركة ومديريها».

([2]) فالمسئولية هنا لا تتوقف عند الشخص المعنوى، وإنما تتعداه إلى الأشخاص الطبيعيين الذين يديرونه. فإمعاناً من المشرع فى توخى المسئولين عن الشركة الحرص عند نشر

مجلس إدارة الشركة أن يضع الآليات والنظم التى تضمن احترام الشركة للقوانين واللوائح أو تلك التى تكفل الإفصاح الحقيقى عن المعلومات الجوهرية للمساهمين والمستثمرين والدائنين وأصحاب المصالح الأخرى.

من الواضح أن مسئولية مجلس الإدارة لا تقوم فقط عند الإهمال أو التقصير فى الإعلان عن التقارير والقوائم المالية، وإنما كذلك عندما لا تعبر تلك التقارير عن حقيقة المركز المالى للشركة أو عن حجم الأنشطة التى تقوم بها([1]). فلقد ألزم المشرع إدارة الشركة بضرورة إتباع سياسة واضحة تقوم

البيانات الخاصة بالشركة، أوجبت المادة 68 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 عقاب المسئول عن الإدارة الفعلية بالشركة بالعقوبات المقررة عن الأفعال التى ترتكب بالمخالفة لأحكام هذا القانون، هذا وتكون أموال الشركة ضامنة فى جميع الأحوال للوفاء بما يحكم به من غرامات. ولا شك أن عدم اكتفاء المشرع بعقاب الشخص المعنوى أريد به تفعيل القواعد التى قررها المشرع لضبط سوق المال من ناحية، وتوضيح الصورة الحقيقية أمام المتعاملين من ناحية أخرى. فالاكتفاء بمعاقبة الشخص المعنوى بدعوى أن المعلومات التى يتم الإفصاح عنها تصدر عن الشركة وتتعلق بها ولا تخص الشخص الطبيعى الذى لا يعد سوى ممثل لها، من شأنه تقويد فعالية العقاب، هذا فضلاً عن إهداره لحقوق المساهمين. فهذا الاكتفاء «بمعاقبة الشركات كشخص معنوى وترك المديرين المسئولين سينتج عنه عدم فعالية، وعدم عدالة يؤديان إلى فوضى بالسوق. عدم فعالية فى العقاب، فالغرامة تكون أشد تأثيراً وأكثر ردعاً إذا ما وقعت على الفاعل الحقيقى الذى قام بنشر البيانات الكاذبة، من أن تقع على ذمة مالية جماعية وهى الشركة. وعدم عدالة بالنسبة للمساهمين الذين يقعون ضحية مرتين: **أولاً** ضحية المعلومات الخاطئة من جانب، **وثانياً** ضحية نتائج الغرامة المالية كجزاء على هذه الجريمة من جانب آخر، والتى سيتحملها المساهمون فى النهاية، حيث أنها ستدفع من ميزانية الشركة (د/صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص 262)».

([1]) د/ صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، صـ268، حيث يقرر أن لجنة إدارة البورصة الفرنسية تعطينا المثال الواضح على القيام بهذا الدور وإحكام الرقابة على المعلومات التى تدلى بها الشركات المتداول أوراقها المالية بالبورصة. فإذا كان المشرع الفرنسى قد أعطى تلك الشركات الحرية الكاملة فى إعداد تقاريرها المالية وبنود الميزانية الختامية التى تنشر على الجمهور، فإنه قد أعطى أيضاً لجنة البورصة مراجعة وفحص البيانات الواردة بها والتأكد من واقعيتها وصحتها، وعليه فإن إدراج أى نتائج غير واقعية وغير مؤكدة يرتب مسئولية الشركة. هذا ما تبرزه بوضوح العقوبة التى وقعتها لجنة عمليات البورصة على المفوض العام لشركة فينكس العقارية، وذلك لنشره فى ميزانية الشركة عن عام 1993م بياناً يتعلق بأرباح حققتها الشركة من عمليات محتملة بهدف تضخيم أرباح الشركة، وهو الأمر الذى اعتبرته لجنة عمليات البورصة نشر لمعلومات خاطئة وخادعة مما يدخل فى نطاق العقوبة التى تقررها المادة الرابعة من اللائحة رقم 2 – 90، لاسيما بعد أن تأكد لتلك اللجنة إخفاق العمليات

على عنصر المكاشفة وإبراز الحقيقة لكل الأطراف المهتمة بنشاط الشركة ومركزها المالى، وذلك من مستثمرين ومساهمين وجهات قائمة على إدارة سوق الأوراق المالية([1]).

لهذا ذهب البعض إلى القول بأنه على مجلس إدارة الشركة، للقيام بواجب الإفصاح والشفافية بما يتفق مع حقيقة الواقع، أن يقوم بإعداد التقارير المالية وفقاً لمعايير وأساليب موحدة يسهل من خلالها التعرف على حقيقة المعلومات الواردة بها، ويمكن الجهات الرقابية من القيام بعملها، سواء من حيث الفحص أو المراجعة([2]).

المحتملة التى استند إليها المفوض فى بيانه للميزانية، وعدم قيامه بنشر التصحيح لما سبق نشره، حتى يكون جمهور المتعاملين على علم وبينة بفشل هذه العمليات. وعليه عاقبت اللجنة هذا المفوض بغرامة نصف مليون فرنك، نشرتها اللجنة بالنشرة الشهرية وبالجريدة الرسمية. ولقد أيدت محكمة استئناف باريس هذا القرار مؤكدة على أهمية صدق البيانات التى تعلنها الشركات عن نتائج أعمالها، وأن إدراج أى معلومات تضيف إلى أعمال الشركة أرباح غير محققة هى معلومات كاذبة. فالالتزام بنشر بيانات مالية صحيحة عن أعمال الشركة هو التزام دائم ومستمر، يقيم على عاتق مديرى الشركة المسئولية الكاملة عن أى إفصاح من شأنه التأثير على الموقف الحقيقى للشركة، أو يؤدى إلى خداع المتعاملين، أو إخلال بمبدأ المساواة فى المعاملة بينهم، دون أى اعتبار لأثر تلك البيانات الكاذبة على سعر الأسهم فى سوق المال. فالإخلال بمبدأ الإفصاح الحقيقى والمحدد عن نشاط الشركة يقيم المسئولية الكاملة لإدارتها حتى ولو لم يؤثر هذا على تغيير فى سعر الأسهم المتداولة. وهو ما أشارت إليه صراحة محكمة استئناف باريس بقضائها «أنه وإن لم يحدث تغيير مؤثر فى سعر الأسهم المتداولة لشركة فينكس العقارية بناء على الإعلان المنشور بتاريخ 21 أكتوبر 1993، فإن هذا ليس من شأنه إعفاء المفوض من المسئولية، بصرف النظر عن تحقيقه لمنفعة شخصية من الأخطاء التى ارتكبها. فالمعول الرئيسى فى تحقق المخالفة هى بمدى خطورتها وما يترتب عليها من نتائج، كما أن الإخلال بالواجب يقدر وفقاً لما يمكن أن ينتج من آثار نتيجة للمعلومات المعلن عنها للمستثمرين. ونظراً لأن المفوض المذكور لم يعلم الجمهور بفشل العملية الواردة بالإعلان، فإنه يكون بذلك قد أهدر مبدأ المساواة فى التعامل بين المستثمرين وأساء إلى مصالحهم، مما يؤكد أن لجنة عمليات البورصة قد أصابت فى تغريمه المبلغ المذكور وفقاً لنص المادة 9-2-1 من مرسوم 1967.

([1]) د/ عصام حنفى محمود، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، المرجع السابق، ص35.

([2]) د/ عبد الهادى محمد مقبل، بورصة الأوراق المالية وقانون سوق رأس المال، دار النهضة العربية، 2007، صـ64 وما بعدها ؛ د/ محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، 1992، صـ299 ؛ أ/ نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات، سبيل التقدم، المرجع السابق، صـ5 وما بعدها ؛ أ/ سعيد رمضان عرفه، الرقابة على سوق رأس المال، المرجع السابق، صـ117 وما بعدها ؛

ولقد يسر المشرع على مجلس الإدارة تنفيذ هذا الالتزام وذلك من خلال اشتراط ضرورة اتباع معايير المحاسبة الدولية عند إعداد القوائم المالية والتقارير المطلوبة، تلك التى تقتضى الإعلان عن الأحداث الجوهرية الطارئة ذات التأثير الملموس على مركز الشركة وما تقوم به من أنشطة.

ولقد أبرزت المادة 24 من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال رقم 30 الصادر بتاريخ 2002/6/18 هذه الأحداث بتقريرها بأنها تلك التى تكون لها تأثير ملموس على نشاط الشركة أو على مركزها المالى، وبالتالى على تداول أسهم الشركة بالبورصة وبصفة خاصة تلك المتعلقة :

1- بأى تغيير مقترح فى هيكل الملكية يترتب عليه زيادة أو تخفيض حصة أحد أعضاء مجلس الإدارة بما يزيد عن 5% من رأس المال.
2- أى إصدار جديد مقترح للسندات وأى ضمانات أو رهونات تتعلق بها.
3- أى تغيير فى هيكل التمويل والأوضاع المالية للشركة يترتب عليه زيادة حجم التزامات الشركة عن حقوق ملكيتها، وكذلك أى قيود تفرض على حجم الاقتراض المتاح للشركة.
4- أى تغيير جوهرى فى سياسات الاستثمار، سواء تعلق ذلك بممارسة أنشطة جديدة أو افتتاح لفروع أخرى، أم بتصفية فروع أو أنشطة قائمة، أو اقتصر الأمر على الالتجاء إلى سياسة التأجير لبعض أدوات أو عوامل الإنتاج بدلاً من الملك أو العكس.
5- أى قرار يترتب عليه استدعاء أو إلغاء أوراق مالية مسجلة سبق إصدارها.
6- أى اتفاق على شراء أو بيع استثمارات أو حصة فى الشركة من أو إلى أحد أعضاء مجلس الإدارة أو مراقب الحسابات أو أحد المديرين بالشركة أو إلى أحد أقاربهم حتى الدرجة الثانية.
7- أى دخول لمستثمرين استراتيجيين لشراء حصة من أسهم الشركة.
8- أى دعاوى قضائية ترفع ضد الشركة تتعلق بنشاطها أو بأحد أعضاء مجلس الإدارة أو بأحد المديرين بها، أو أى أحكام تصدر بشأنها.
9- أى قرارات إدارية حكومية تؤثر على أنشطة الشركة، أو أى تعديل أو سحب أو إلغاء لهذه القرارات.

DANG-TRAN M.-Ch.: le contrôle de l'information, art. préc, p.18.

10- هذا فضلاً عن ضرورة إخطار البورصة بالإجراءات الداخلية التى تتبعها الشركة بما يكفل عدم السماح لأعضاء مجلس الإدارة أو المديرين أو العاملين بها بالتداول أو بالتعامل على أسهم الشركة خلال خمسة عشر يوماً قبل وثلاثة أيام بعد إصدار أى بيانات أو معلومات جوهرية قد يكون لها تأثير هام على سعر الورقة المالية للشركة.

وأخيراً ألزمت الفقرة الثانية من المادة 24 من قرار مجلس إدارة هيئة سوق المال الشركة ببذل العناية اللازمة للتأكد من أن الوقائع والمعلومات التى تقوم بإبلاغها معلومات صحيحة وغير مضللة، كما أنها لم تستبعد أو تحذف أو تخفى أى شئ يكون من شأنه التأثير على مضمون هذه الوقائع أو المعلومات.

فى الواقع إن هذا الإيضاح الذى أتت به المادة 24 من قرار مجلس إدارة هيئة سوق المال قصد به تنبيه مجلس إدارة الشركة إلى أهمية الإفصاح عن الظروف الجوهرية التى من شأنها التأثير على نشاط الشركة أو على مركزها المالى، والتأكيد على أهمية التعامل بشفافية، هذا فضلاً عن سد أى باب لإخفاء المعلومات عن أصحاب المصالح فى الشركة، أو بعبارة أخرى غل يد مجلس إدارة الشركة عن تقدير أهمية الإفصاح عن تلك الظروف أو الأحداث وبالتالى إمكانية التردد بين إخفائها أو نشرها على الوجه الذى رسمه المشرع فى المادة 6/6 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م([1]). فنظراً لأهمية المعلومة وخطورتها، فلقد حرصت تلك المادة على أن تكون واضحة ومحددة ومتاحة للجميع وبنفس السرعة والدرجة، وذلك على الرغم من أن العديد من مديرى الشركات يرون فى ذلك النشر خطورة كبيرة، إذ تعد الشفافية التامة أداة للكشف عن خصوصيتها للجمهور. هذا ما عبر عنه مدير الكاتيل فى فرنسا بقوله أننا على استعداد تام لكى ننزع ملابسنا ولكن يجب فى جميع الأحوال الاحتفاظ بالمايوه([2])، مما يعنى ضرورة احتفاظ الشركة ببعض المعلومات

([1]) فهذه الفقرة تقرر بأنه «يجب على كل شركة تواجه ظروفاً جوهرية تؤثر فى نشاطها أو فى مركزها المالى أن تفصح عن ذلك فوراً وأن تنشر عنه ملخصاً وافياً فى صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتى الانتشار إحداهما على الأقل باللغة العربية».

([2]) ولقد جاء هذا القول على النحو التالى:

On veut bien enlever l'haut, mais il faut garder le maillot.

مع هذا يرى البعض من الفقهاء الفرنسيين أنه مع سياسة اقتصاد السوق، يوجد التزام عام على كافة الشركات المقيدة بالبورصة باحترام مبدأ الإفصاح والشافية مع إعطائها

والبيانات حتى لا يعلم الغير من منافسين ومضاربين بجميع خصوصياتها وأسرارها([1]).

ولقد أكدت القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات على مسئولية مجلس إدارة الشركة عن المعلومات والبيانات الواردة بالتقارير والقوائم المالية التى تقدمها، وذلك بنصها على أن «يكون مجلس إدارة الشركة مسئولاً عن صحة ودقة كافة البنود الواردة بتقرير مجلس الإدارة السنوى. ويجب إرفاق التقرير السنوى بالقوائم المالية وباقى مرفقاتها. ويكون مجلس الإدارة مسئولاً عن موافاة الهيئة بتقرير مجلس الإدارة السنوى فور اعتماده وفى المواعيد المحددة لإرسال القوائم المالية».

وهكذا يتضح أن مسئولية مجلس الإدارة لا تتوقف فقط عن حد إرسال التقارير والقوائم المالية فى المواعيد المحددة، وإنما تتعداها إلى المسئولية عن صحة ودقة المعلومات والبيانات الواردة بتقرير المجلس أو ما يتعلق منها بالقوائم المالية الواجبة التقديم([2]).

الحق فى ترتيب أوضاعها المالية والمحاسبية، والكشف عن ذلك باستمرار وبدقة. فلقد حان الوقت لهذه الشركات أن تنزع ملابسها علناً (د/ صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، صـ39).

([1]) راجع فى هذا الصدد،

DANG-TRAN M.-Ch. : le contrôle de l''information, art.préc, p.21

حيث تتحدث عن الاستثناءات التى قررتها القاعدة 02-90 على مبدأ الإفصاح عن المعلومات بصورة دائمة ومستمرة، وذلك بقولها:

La règlement n^{o90-02} a néanmoins prévu certains exceptions (….). la personne tenue à l''obligation d''information peut en effet différer la publication d''une telle information lorsque deux conditions sont réunis. L''information doit tout d''abord être de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes (….). Cette faculté est également subordonnée à la condition que l''émetteur soit en mesure de conserver la confidentialité de l''information. Voir aussi, KENADJIAN P. : L''expérience américaine, art.préc, p.35.

([2]) وتظهر هذه المسئولية بوضوح أثناء فحص التقارير المقدمة والتأكد من صحة الأعمال الواردة بها. فكشف هذه المسئولية يقع إذن على عاتق إدارة البورصة والهيئة العامة للرقابة المالية. فهذه الجهات هى التى تراجع تلك التقارير وتفحص حجم الأعمال التى حققتها الشركة، وبالتالى إذا تأكدت أن هذه التقارير تحتوى على بيانات وحسابات غير صحيحة ومعلومات غير دقيقة تضخم وتضاعف فقط رقم الأعمال، كان لها الحق فى مسائلة مجلس إدارة الشركة. وهذا بالفعل ما قامت به لجنة عمليات البورصة الفرنسية

الفصل الثانى
علاقة البورصة بالحوكمة

تُعد بورصات الأوراق المالية أشخاصا اعتبارية عامة تتولى إدارة أموالها ولها أهلية التقاضى([1]). فنظراً لأهمية الدور الذى تلعبه هذه الأشخاص فى الحياة الاقتصادية باعتبارها أسواق تتداول فيها الأوراق المالية التى تصدرها الشركات أو الدولة، كان لزاماً على المشرع أن يمنحها هذه الشخصية

بالنسبة لمجالس إدارات بعض الشركات، عندما تأكد لديها أن جانباً كبيراً من حجم أعمال الشركة وهمى أو مبالغ فيه، قصد به تضخيم حجم الأعمال، وذلك لإعطاء صورة وردية للشركة تؤمن لها الاستمرار والمنافسة من ناحية، والحصول على المزايا الحكومية والتسهيلات البنكية والإقبال الجماهيرى من ناحية أخرى. ولعل الحكم الصادر من محكمة كريتيل فى العاشر من فبراير 1997م فى قضية شركة G يعد مثالاً واضحاً على أحقية لجنة عمليات البورصة فى مسائلة مجلس إدارة الشركات المخالفة. ففى هذا الحكم قررت المحكمة أن الميزانية التى نشرتها الشركة عن عام 1989 تحتوى على بيانات وحسابات غير صحيحة لا تعبر عن حقيقة وضع الشركة فى هذه الفترة، مما يقيم مسئولية رئيس الشركة ليس فقط عن تقديم ونشر حسابات مالية غير صادقة عن أداء عام 1989، وإنما أيضاً لنشر بيانات توهم بزيادة حجم الأعمال وزيادة الأرباح بينما فى الحقيقة لحقت بالشركة الخسائر وكانت حقيقة نتائج أعمالها سلبية وليست إيجابية (Rev. crim, juillet. Sept. 1997).
وعلى الرغم من محاولة مجلس إدارة الشركة تبرير ذلك بالتعامل مع العديد من الجهات الإدارية وما يستغرقه إنهاء الملفات والحسابات من فترة زمنية طويلة، مع هذا فإن المحكمة لم تأخذ بهذا التبرير استناداً إلى نص المادة 15 من قانون التجارة الفرنسى والتى تشترط أن تكون الأرباح المذكورة بالميزانية هى الأرباح المتحققة من الأعمال التى نفذتها الشركة بصورة كلية أو جزئية، أما الأعمال التى لم تشرع الشركة فى تنفيذها، فيتعين ألا تدرج بالميزانية أو التقارير التى تقدمها الشركة، والتى أوضح التحقيق أن ما ذكرته الشركة من أعمال وممارسات من شأنها تضليل مراقبى حسابات الشركة عن طريق تصوير مستندات مزورة لطلبيات مصطنعة وأعمال وهمية، وهو الأمر الذى يشكل عقيدة المحكمة بقيام جريمة تقديم ونشر حسابات مالية كاذبة فى حق رئيس الشركة (د/ صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، صـ 273 ؛

DANG-TRAN M.-Ch. : Le contrôle de l'information financière, art.préc. p.29 ; KENADJIAN P. : L'expérience américaine, art.préc, p.36).

([1]) مادة 2 من مواد إصدار القانون رقم 161 لسنة 1957م بشأن اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية.

المعنوية المستقلة حتى يمكنها القيام بهذا الدور الرئيسى فى التداول. وتنقسم البورصات بحسب الدور الذى تقوم به إلى:

1- بورصات للعقود أو بورصات للبضائع، وهى تلك التى يجرى فيها التعامل على جميع أنواع الحاصلات.

2- بورصات القيم المنقولة أو بورصات الأوراق المالية، وهى تلك التى يجرى فيها التعامل على الأسهم والسندات.

وهذه البورصات الأخيرة تهدف من خلال الدور الذى تقوم به، إلى تحقيق مجموعة من الأهداف إلى جمهور المتعاملين، يبرز من بينها:

1- تحقيق الأمان، بمعنى الحد من انخفاض عائد الأوراق المالية أو جعل مثل هذا الانخفاض أمراً قانونياً.

2- الاطمئنان إلى ثبات قيمة الورقة وإلى إمكانية استرداد قيمتها فى أى وقت([1]).

ولا خلاف أن هذا أمر يتوافر دائماً بالنسبة للسندات بحكم كونها تعطى صاحبها الحق فى الحصول على فائدة ثابتة دون أن يتأثر ذلك بنجاح المشروع أو فشله كما هو الأمر بالنسبة لحملة الأسهم. فصاحب السند «دائن لا شأن له بأرباح الشركة قلت أم كثرت، حيث هو يحصل على فائدة ثابتة فى ميعاد ثابت، وبصرف النظر عن مركز الشركة المالى. أما صاحب السهم، فهو لا يحصل على ربح إلا متى حققت الشركة أرباحاً. وليس معنى ذلك أن صاحب السند فى مأمن من كل خطر؛ ذلك أنه وإن كان يملك، إذا لم تحقق الشركة أرباحاً، أن ينفذ على أموالها، ويستوفى حقه، إذا لم تقم بالوفاء له اختياراً، إلا أنه – لأسباب كثيرة – قد لا تفى موجودات الشركة بحقوق أصحاب السندات، إذا ما كانت الشركة قد حققت خسائر لسنوات متتالية ولاحقها الفشل والإخفاق([2])».

3- تحقيق القابلية للتداول، ويعد هذا الهدف هو أهم الأهداف التى يتعين أن تعمل البورصة على تحقيقه، لما يؤدى إليه من إعطاء المدخرين الحرية

([1]) د/ عصام أحمد البهجى، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 39 ؛ د/ زينب توفيق السيد عليوة، المستثمرون الأجانب فى البورصة المصرية، المرجع السابق، صـ470.

([2]) د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة، بند9، ص9.

الكاملة فى استبدال النقود بالصكوك التى يملكونها. فالحاجة الدائمة إلى النقود قد تدفع صاحب الصك إلى التصرف فيه والحصول على قيمته، وهو الأمر الذى يتعين أن توفره البورصة من خلال تحقيق مبدأ السيولة. بيد أن تحقيق هذا الهدف يتوقف على رغبة الأفراد فى الحصول على مثل هذه الصكوك والدخول إلى هذا المجال والاستمرار فيه. فصاحب الصك لن يستطيع التصرف فيه واسترداد قيمته، إلا إذا وجد من يرغب فى الحصول عليه وتوظيف مدخراته فى مجال الأوراق المالية([1]).

فالبورصة باعتبارها الوسيلة التى يمكن من خلالها التنازل عن الصكوك والتصرف فيها، يتعين أن تكفل للمتعاملين الحق فى نقل ملكية الأوراق المالية نظير الحصول على مقابل عادل، هذا فضلاً عن مساهمتها فى توفير ما تحتاج إليه المشروعات الكبرى من تمويل. فالبورصة «هى المكان الذى يلتقى فيه أصحاب المشروعات التى هى فى حاجة إلى التمويل، والمدخرون الذين يملكون المال الذى يمكن توظيفه. والبورصة هى أيضاً المكان الذى يلتقى فيه المدخرون الذين سبق لهم توظيف أموالهم فى صكوك أصدرتها الشركات، والمدخرون الذين يرغبون فى الحلول محلهم فيها. فليس من الضرورى أن توجد استثمارات جديدة كل يوم فى البورصة. فالسيولة التى تحققها البورصة تسمح بدوران المال عن طريق تغيير مالكى الصكوك المقيدة فيها. وقد يتصرف البعض فى صكوكهم بقصد شراء صكوك جديدة أو بقصد استخدام ثمنها فى الاستهلاك أو الإنفاق. ومن هنا، فإن قيام البورصة بإحلال مدخرين جدداً محل حملة الصكوك الذين يرغبون فى التصرف فيها من مساهمين وحملة سندات، يحقق معجزة سيولة هذه الصكوك، مع بقاء هذه الصكوك فى نفس توظيفها الأصلى رغم تغيير المالك([2])».

([1]) د/ عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانونى لأسواق رأس المال، المرجع السابق، ص 6 ؛ د/عصام أحمد البهجى، الموسوعة القانونية، المرجع السابق، ص 47؛ د/صالح راشد الحمرانى، دور شركات السمسرة فى بورصات الأوراق المالية، ط 2004، ص30 ؛ د/منير إبراهيم هندى، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993، ص 29 وما بعدها ؛ د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، صـ68 وما بعدها.

([2]) د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، بند9، ص11.

فبورصات الأوراق المالية منوط بها أن تؤدى دورها المنشود على أكمل وجه حتى يشجع هذا الأداء المتعاملين، أو بمعنى أدق المدخرين، على استثمار أو توظيف أموالهم ومدخراتهم فى مجال الأوراق المالية([1]). مع هذا فإن أداء البورصة لهذا الدور منوط بما تقدمه شركات السمسرة من مساهمة وانضباط. فبورصات الأوراق المالية تتميز بالدور الذى يلعبه سماسرة الأوراق المالية، حيث لا تجرى التعاملات فيها بدون تدخل من هؤلاء السماسرة. فبدونهم لا يتم تنفيذ أوامر البيع والشراء.

ومن ثم يتضح أن نجاح الحوكمة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية يرتبط بتنظيم البورصة (المبحث الأول)، وبحسن أداء السماسرة لدورهم، سواء تعلق الأمر بدورهم التقليدى، أو بتحليل المعلومات وإيضاحها للمستثمرين (المبحث الثانى).

المبحث الأول
دور البورصة فى ضبط قواعد الحوكمة

إن دور البورصة فى ضبط قواعد الحوكمة للشركات المسجلة بسوق رأس المال يبرزه ما تقوم به من رقابة فى متابعة تلك الشركات (**المطلب الأول**)، وما تمارسه من سبل لتفعيل سوق رأس المال (**المطلب الثانى**).

المطلب الأول
الدور الرقابى

([1]) ولذلك فان علاقة البورصة بحوكمة الشركات المقيدة بها هى علاقة وثيقة، حيث أن نجاح هذه الأخيرة يعتمد بصورة كبيرة على حسن انتظام هذه السوق وقيام إدارتها بالالتزامات المفروضة عليها على أكمل وجه. فحسن انتظام سوق رأس المال يساعد على زيادة عدد الشركات المقيدة بها من ناحية، وعلى كسب ثقة المستثمرين المحليين والأجانب من ناحية أخرى.

لقد أناط المشرع بإدارة البورصة متابعة التزام الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية بقواعد الإفصاح والشفافية (الفرع الأول)، هذا فضلاً عن دورها فى متابعة أنشطة الوسطاء (الفرع الثانى).

الفرع الأول
متابعة الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية

لقد سبق التنويه إلى أن متابعة التزام الشركات بقواعد الإفصاح والشفافية غير قاصر على إدارة البورصة، وإنما واجب أيضاً على الهيئة العامة للرقابة المالية([1]). فهذه الأخيرة يقع على عاتقها الالتزام بمراقبة الشركات بواجب الإفصاح والشفافية عن جميع البيانات والمعلومات المتعلقة بنتائج أعمالها وحقيقة مركزها المالى([2]). مع هذا فإن ما يهمنا فى هذا المقام هو الدور الذى تقوم به إدارة البورصة فى متابعة قيام الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية بقواعد الإفصاح والشفافية. فإدارة البورصة هى المسئولة عن صحة المعلومات التى تعلنها تلك الشركات للجمهور، طالما أنه يقع على عاتقها الإشراف على المعلومات التى تقدم إليهم، وذلك من خلال تنفيذ الشركات لالتزامها بتقديم قوائمها المالية إليها كل ثلاثة أشهر.

([1]) وهذا الدور الرقابى يقترب كثيراً من الدور الذى تلعبه سلطة الأسواق المالية (AMF) بعد حلولها محل هيئة الأسواق المالية (CMF) ، ولجنة عمليات البورصة (COB) فى النظام المالى الفرنسى، إذ أناط المشرع الفرنسى بالأولى سلطة التأديب والإشراف، وبالثانية الإشراف على تنفيذ قواعد الإفصاح والشفافية بالنسبة للمستثمرين، هذا فضلاً عن تنظيم عمل وأداء البورصة والإشراف على الادخار الجماعى.
لمزيد من التفصيل حول هذا الموضوع، راجع:
GUYON Y. : Droit des affaires, droit commercial en général et sociétés, Economica, T.I, 12 éd, 2003, n°597, p.649 et s ; AUCKENTHLER F.: Bourse de valeur, législation, nouvelles procédures de sanctions de la COB, JCP, 35, août 2000, p. 1304 et s.

([2]) لمزيد من التفصيل حول تعزيز الدور الرقابى فى أسواق الأوراق المالية فى الدول العربية، راجع أ/ حسين عبد المطلب الأسرج، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية، المرجع السابق، صـ366 وما بعدها.

فى الحقيقة إن قيام إدارة البورصة بهذا الدور ذو أثر بالغ فى نجاح نظام الحوكمة، حيث أن المعلومات المفصح عنها تمثل أهمية كبيرة فى زيادة أو العكس فى انخفاض حركة التداول، لما لهذه المعلومات من تأثير واضح على القرارات التى يتخذها المتعاملون فى الشراء أو البيع أو على العكس فى الإحجام عن التعامل([1]). لهذا ركزت القواعد الدولية على أهمية هذا الدور حتى تكفل الضمان اللازم لصحة الوصول السريع للمعلومات، بما يمكن فى النهاية المستثمرين من اتخاذ قراراتهم ويقلل من خطر التلاعب أو القيام ببعض الممارسات غير السليمة فى سوق رأس المال([2]). ولا جدال أن هذا الدور يفرض على إدارة البورصة بعض الالتزامات أهمها:

([1]) أ/ حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار، مجلة مصر المعاصرة، العدد 478/477، ص 551.

([2]) ويعد من قبيل هذه الممارسات ما قررته المادة 64 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م بنصها على أنه مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها فى أى قانون آخر يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد على خمسين ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من أفشى سراً اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون، أو حقق نفعاً منه هو أو زوجه أو أولاده أو أثبت فى تقاريره وقائع غير صحيحة، أو أغفل فى هذه التقارير وقائع تؤثر فى نتائجها. فمن هذا النص يتضح أن الممارسات غير المشروعة قد تنشأ نتيجة استغلال مديرى الشركة أو موظفيها للأسرار والمعلومات التى يطلعون عليها بحكم طبيعة عملهم لتحقيق منافع شخصية لهم أو لزوجاتهم أو أولادهم، أو من خلال إفشائها للغير. مع هذا فان العبرة هى بحقيقة المعلومة التى يطلع عليها هؤلاء الأشخاص. فليست كل المعلومات على درجة واحدة من الأهمية، ومن ثم يجب أن تكون المعلومة محددة ومن شأنها التأثير على سعر السهم المتداول فى بورصة الأوراق المالية. فالمعلومة المحددة وذات التأثير هى التى يتعين الاحتفاظ بها وعدم إفشائها للغير، وهى تكون كذلك عندما لا يعلم بها إلا عدد محدود من الأشخاص مقارنة بالمتعاملين فى سوق رأس المال. فالمعلومة بهذا الوصف أو التحديد هى المعلومة السرية ذات التأثير المباشر والفعال فى سعر الورقة المالية المتعلقة بها، نظراً لأنها تسمح لمن يعلمها أو لمن تصل إليه بالحصول على ميزة غير مبررة على حساب باقى المتعاملين. كذلك لا يشترط لقيام الجريمة المعاقب عليها بالمادة 64 من قانون سوق رأس المال أن يحصل المطلع على المعلومة المميزة على منفعة شخصية، وإنما يكفى أن يؤدى الإفشاء إلى إهدار مبدأ تكافؤ الفرص فى الحصول على المعلومة. فالإخلال يتحقق عندما يستفيد منها قبل وصولها إلى علم الكافة. فتحقيق العدالة والمساواة بين الجمهور يحتم على العالمين ببواطن الأمور الامتناع عن القيام بأى عمل أو تصرف يكون من شأنه إفشاء معلومات مميزة إلى الغير للاستفادة منها فى عمليات شخصية. فإعمال هذا المبدأ يفرض على هؤلاء الأشخاص الاحتفاظ بتلك المعلومات لحين الإفصاح عنها وإعلام الجمهور بها فى وقت

1- عدم الانتقاص من واجب الالتزام بالشفافية، إلا فى حدود ضيقة وبشروط محددة. فالتزام إدارة البورصة بمراقبة أو الإشراف على المعلومات المفصح عنها يحتم عليها الإحاطة بهذه المعلومات واتخاذ كافة السبل ووضع ما تراه مناسباً للوصول إليها وتقييمها، لترى ما يمكن أن ينتقص منها عندما تقتضى الظروف ذلك.

2- معاملة كافة المشاركين فى السوق على قدم المساواة. فالدور الرقابى الذى تقوم به إدارة البورصة يحتم عليها عدم التمييز بين المتعاملين فى سوق رأس المال، وعدم التمييز لا يقتصر على الشركات الملتزمة بتقديم أو بالإفصاح عن المعلومات، وإنما يشمل كذلك أصحاب المصالح فى الاستفادة من هذه المعلومات. فهذه المعاملة العادلة لأصحاب المراكز القانونية المتساوية تساعد إلى حد كبير على منع التلاعب بمصالح المستثمرين أو المتعاملين فى هذه السوق، إذ يمكن عن طريقها الوقوف على كافة التصرفات والممارسات

واحد. كما تقوم تلك الجريمة عندما يكون الإفشاء عن السر بهدف تحقيق مصلحة معينة من وراء المعلومات المفصح عنها، أى أن يتم الإفشاء عن قصد، هو استغلالها فى إجراء أعمال غير شرعية يساعده فى القيام بها المعلومة التى اطلع عليها قبل الآخرين. مع هذا فإنه يمكن القول بأنه من الصعوبة بمكان معرفة من أفشى تلك المعلومات المميزة للغير وأعطاه الفرصة للإثراء من ورائها. فإذا كانت تلك المعلومات محدودة فى عدد معين من المطلعين عليها، مع هذا فإنه من الصعب الوصول إلى من أفشاها، ومن ثم توجيه الاتهام إليه. صحيح أن هناك بعض الظواهر التى تساعد فى الكشف على من استفاد منها وكذلك ملاحقة من كشف عن المعلومات المميزة، منها المبالغ الكبيرة التى تم الحصول عليها، أو الإثراء الفاحش الذى تم تحقيقه. مع هذا فإن هذه الظواهر لا تكفى فى الوصول إلى الفاعل الحقيقى لتلك المخالفات أو المستفيدين منها. يبقى فى النهاية القول بأن نص المادة 64 من قانون سوق رأس المال لا يعاقب سوى المطلعين ببواطن الأمور عن جريمة الإفشاء أما المستفيدين من الأسرار أو المعلومات المميزة لم يتناولهم النص بأى جزاء. هذا وإن كان القضاء الفرنسى قد عاقب المستفيد، على الرغم من عدم وجود نص فى القانون الفرنسى يعاقبه عن جريمة الإفشاء، على جريمة أخرى هى جريمة الإخفاء(د/صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص 214؛ راجع أيضا

DUCOULOUX F.: Le délit d'initié dix ans de jurisprudence et d'activité de la COB, Gaz. Pal, 1984, II, p. 41, et s; ROGER A.: La notion d'avantage injustifié, JCP, 1998, n° 3, p. 85 et s ; MARTY D.: Les initiés, D, 1976, p. 94 et s ; DUCOULOUX – FAVARD C.: Comment sanctionner l'initié?, petites affiches, juin 1995, n° 77.

التى من شأنها الإضرار ببعض المستثمرين أو التستر على بعض التصرفات المضللة أو تلك التى تنطوى على غش قد يؤدى إلى تشويه للأسعار أو وقف للتداول([1]). ويعد نص المادة 21 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م واضح الدلالة فى التأكيد على قيام البورصة بهذا الواجب والتزامها بمثل هذه المعاملة العادلة. فلقد سمحت هذه المادة لرئيس البورصة باتخاذ القرار بوقف عروض وطلبات التداول التى يكون الغرض منها التلاعب فى الأسعار. ولاشك أن اتخاذ مثل هذا القرار لا يمكن الوصول إليه إلا من خلال التطبيق السليم لقواعد الإفصاح والشفافية والالتزام الحرفى بقواعد المعاملة العادلة لكافة المتعاملين وعدم محاباة البعض منهم، لما لمثل هذا التصرف من تأثير بالغ على حركة التداول وزعزعة للثقة اللازمة فى إدارة تلك السوق الهامة والمؤثرة.

فى الواقع إن متابعة هذا الالتزام لا تكون فقط من خلال الإشراف والرقابة على ما تقدمه الشركات من بيانات ومعلومات وقوائم، وإنما باتخاذ الإجراءات اللازمة والجزاءات المناسبة لمنع مسئولى الشركات من أى محاولة للغش أو التضليل أو التلاعب بالسوق والمتعاملين. فالإشراف والرقابة بدون جزاءات أو اتخاذ الإجراءات المناسبة يصبحان عديمى الجدوى أمام تلك الممارسات التى قد تنتهجها بعض الشركات والتى تعد فى ذاتها غير مشروعة أو منافية لأخلاقيات المهنة وقواعد التداول فى الأسواق. ومن أجل تفعيل هذه الرقابة وهذا الإشراف سمح المشرع المصرى لرئيس البورصة بوقف عروض وطلبات التداول التى تهدف إلى التلاعب فى الأسعار، كما أجاز له المشرع إلغاء كافة العمليات التى تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها أو التى تتم بسعر لا مبرر له. هذا فضلاً عن حقه فى وقف التعامل على ورقة مالية إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه([2]).

وإمعاناً فى تفعيل الإجراءات التى يمكن أن يتخذها رئيس البورصة لمنع التلاعب بالسوق أو المتعاملين، بل ولحث الشركات على الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية صدر قرار رئيس الجمهورية رقم51 لسنة 1997م بشأن

([1]) د/ حسين فتحى، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، المرجع السابق، ص 11 وما بعدها.

([2]) راجع ما بعده، صـ.

الأحكــام المنظمــة لإدارة بورصــتى الأوراق الماليــة بالقــاهرة والإســكندرية وشئونهما المالية، والذى تبرز بوضوح المادتان الثانية والثامنة منه هذا التفعيل. فالمـادة الثانيـة تقتضـى ضـرورة مباشـرة البورصـة لاختصاصـاتها المقررة فـى قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية على نحو يكفل سلامة تداول الأوراق المالية وأداء المتعاملين وحسن سير العمل واستقرار المعاملات فيها، فضلاً عن عدم مخالفة القوانين واللوائح والقرارات المتعلقة بأعمالها.

أما المادة الثامنة من القرار فتبين بوضوح مـا يقـع علـى رئـيس البورصـة مـن واجبـات حيـال تلـك المخالفـات التـى ترتكبهـا الشـركات الملتزمـة بالإفصـاح والشفافية، وذلك بتقريرها أنه «على رئيس البورصة إبلاغ رئيس الهيئـة العامـة لسوق المال بمـا يقـع مـن تلـك الشـركات مـن مخالفـات لأحكـام القـوانين واللـوائح والقرارات والقواعد المنظمة للعمل بالبورصـة، بمـا فـى ذلـك تقديم بيانـات غيـر حقيقية للبورصة خاصة بالشركة أو بنشاطها، وتطبـق علـى المخالفـة الجـزاءات المنصوص عليها فى المادتين (30 ، 31) مـن قـانون سـوق رأس المـال، وعلـى رئـيس الهيئـة اتخـاذ الإجـراءات القانونيـة حيـال المخالفـة طبقـاً لأحكـام المـادتين المشـار إليهمـا، وتسـرى علـى الـتظلم مـن القـرارات التـى تصـدر فـى هـذا الشـأن أحكام المادة (32) من ذلك القانون».

من الواضح أن المادة الثامنة من القرار السابق لم ولن تحقق الغرض مـن صياغتها، وذلك لقصرها دور رئيس البورصـة علـى مجـرد إبـلاغ الهيئـة العامـة لسـوق المـال بالمخالفـات التـى ترتكبهـا إدارات الشـركات الملتزمـة بالإفصـاح والشفافية، وكان الأجدر من ذلك إعطاء سلطة التحقيق وتوقيع الجزاءات لإدارة البورصـة. فإذا كانت هذه الأخيرة قد نيط بها إحكام الرقابة على المعـاملات التـى تجرى وتتم فـى مجـال الأوراق الماليـة، فإنـه كـان مـن الضـرورى منحهـا سـلطة تطبيق الجزاءات التى كفلهـا قـانون سـوق رأس المـال، ولـيس إعطـاء هـذا الحـق لهيئـة سـوق المـال. فقصـر دور البورصـة علـى مجـرد الإبـلاغ يقـود حتمـاً إلـى ضعف الدور الرقابى الذى تباشره على عمليات التـداول التـى تجـرى بهـا، علـى

الرغم من أنها الأجدر على تطبيق تلك الجزاءات واتخاذ ما يكفله القانون من إجراءات لحسن سير العمل واستقرار المعاملات([1]).

الفرع الثانى
متابعة أنشطة الوسطاء

فى البداية يتعين الإشارة إلى أن اختيارنا للفظ الوسطاء إنما ليشمل السماسرة وما يستعينون به من مندوبين أو تابعين. فلقد سمح المشرع لسماسرة الأوراق المالية بحق الاستعانة بمندوبين أو تابعين يساعدونهم فى تنفيذ أوامر البيع والشراء فى البورصة، وذلك لقصر المشرع التعامل فى الأوراق المالية على هؤلاء السماسرة. فلا يجوز أن يتم التعامل على هذه الأوراق إلا من خلال أحد السماسرة أو الشركات المرخص لها بذلك. هذا ما تبرزه بوضوح كل من المادتين 18 من قانون رأس المال 95 لسنة 1992م، و45 من قانون التجارة رقم17 لسنة 1999م. فالمادة 18 من قانون سوق رأس المال تقرر بأن التعامل فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصة يكون بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلاً، وتضمن الشركة سلامة العملية التى تتم بواسطتها، وتبين اللائحة التنفيذية الأعمال التى يحظر على الشركة القيام بها. أما المادة 45 من قانون التجارة الجديد فتقرر ذلك بوضوح بنصها على أنه «لا يجوز التعامل فى سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الصكوك المدرجة بجداول أسعارها إلا بواسطة سمسار مقبول للعمل بها وإلا كان التصرف باطلاً. ولا يجوز للسمسار إجراء عمليات فى السوق لحساب عملائه إلا إذا كان مفوضاً فى إجرائها من العميل بموجب تفويض خاص مكتوب، فإذا أجرى السمسار العملية دون هذا التفويض جاز للعميل قبولها أو رفضها».

فمن هذين النصين يتضح أهمية الدور الذى يلعبه سماسرة الأوراق المالية ومندوبيهم، إذ من خلالهم يتم التعامل فى الأوراق المالية. لهذا يتعين

([1]) قارب من هذا المعنى، د/ عماد صالح سلام، إدارة الأزمات فى بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبى، 2002، ص441؛ د/ محمد حلمى عبد التواب، البورصة المصرية، آلية عملها – الربط بين البورصات، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، 2004، ص139.

على إدارة البورصة متابعة أعمالهم بعناية، لما لهذه الأعمال من دور بالغ فى تقدير الأوراق المالية التى يجرى التعامل عليها تقديرا حقيقيا، أم على العكس الترويج لبعض الأوراق رغبة فى تدعيم المركز المالى للشركات التى يجرى التعامل على أوراقها. بعبارة أخرى إن إدارة البورصة تلعب دورا فاعلا فى نجاح تجربة الحوكمة التى تقوم بها الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية، وذلك من خلال متابعتها لأداء الوسطاء الماليين لعملهم وتنفيذهم لالتزاماتهم التى يفرضها القانون، تلك التى تدور حول التزامات عامة وأخرى خاصة، نعرض لكل منها على النحو التالى:

1- الالتزامات العامة

ويقصد بها تلك الالتزامات التى يلتزم بها كافة السماسرة، عاديين أو متخصصين فى مجال الأوراق المالية، والتى تدور حول تنفيذ أوامر العملاء وعدم عقد أية عمليات لحسابهم الخاص. فالالتزام الأساسى للسمسار يتمثل فى القيام بالعمل المكلف به، ومن ثم فإنه لا يعد قد نفذ التزامه إذا لم يتم إبرام العقد أو إتمام الصفقة. ويدخل فى نطاق هذا الالتزام ضرورة مراعاة الحرص والعناية اللازمين فى تأدية المهمة أو اللذين يقتضيهما العرف التجارى. ومقتضى ذلك أن يقوم السمسار بإعلام الطرفين بظروف التعاقد وبكافة المعلومات المتوفرة لديه عن الصفقة. وعليه تترتب مسئوليته عما يصدر منه من غش أو خطأ جسيم. هذا ما تبرزه بوضوح المادة 200 من قانون التجارة 17 لسنة 1999م بنصها على أنه «على السمسار ولو لم يكن مفوضاً إلا من أحد طرفى العقد، أن يعرض الصفقة بأمانة وأن يوقفهما على جميع الظروف التى يعلمها عن الصفقة، ويكون السمسار مسئولاً قبلهما عما يصدر منه من غش أو خطأ جسيم».

فعلى الرغم من المسئولية العقدية التى يرتبها عقد السمسرة فى مواجهة المفوض أو الموسط لكون السمسار مسئولاً فى مواجهته باعتباره الطرف الذى كلفه بالالتزام، ورغماً عن المسئولية التقصيرية فى مواجهة الطرف الآخر والذى يرتبها واجب الأمانة المفروض عليه، فإن السمسار يعد مسئولاً قبل الطرفين فى حالة الغش أو الخطأ الجسيم لكونه مسئولاً عن تبصير الطرفين

بظروف الصفقة، وذلك لأن عدم الأمانة يعد غشاً وفقاً للالتزام العام الذى يفرضه القانون على السمسار وهو الالتزام بالتبصير.

فوفقاً لهذا النص يتعين على السمسار عدم إخفاء شئ عن أطراف الصفقة، ومن ثم إذا أخفى السمسار أياً من المعلومات المتوفرة لديه، فإنه يلتزم بتعويض ما ينشأ عن ذلك من أضرار فى حالة الغش أو الخطأ الجسيم. فلا تقوم مسئولية السمسار إلا فى هذه الأحوال، وعليه لا يلتزم السمسار بتعويض أى من الطرفين عما يلحقه من أضرار ناشئة عما صدر منه من خطأ يسير([1]).

كما يلتزم السمسار بألا يقيم نفسه طرفاً فى العقد الذى توسط فى إبرامه إلا بإجازة المتعاقد ذلك (م201تجارى). وهو نفس الحكم الذى تقرره المادة 480 من القانون المدنى بشأن عقد البيع، وذلك بنصها على أنه «لا يجوز للسمسارة ولا الخبراء أن يشتروا الأموال المعهود إليهم فى بيعها أو فى تقدير ثمنها....». مع هذا فقد أورد المشرع استثناءاً على هذه القاعدة بإجازته هذا الإبرام إذا وافق الموسط على ذلك. فلقد أتاح المشرع للموسط مكنه الخيار بين إبرام الصفقة مع السمسار وبين الامتناع عن التعاقد. بيد أن اختيار الموسط إتمام العقد يؤدى إلى عدم استحقاق السمسار لأى أجر أو عمولة، وذلك لأنه من غير المعقول استحقاق السمسار لأجر عن الجهد الذى بذله فى العثور على نفسه بوصفه متعاقداً آخر.

مع هذا فقد حظرت المادة 90 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م على شركات السمسرة عقد أية عمليات لحسابها

([1]) راجع ما دار فى مناقشات مجلس الشعب بجلسة 31 يناير 1999م، حيث تساءل الدكتور إدوارد غالى الذهبى عن سبب إغفال النص الحديث عن الخطأ العادى للسمسار وهل يعد هذا الإغفال من قبيل الإعفاء من المسئولية فى هذه الحالة. ولكن أجابت الحكومة بأن السمسار مسئول حسب النص، إذ عليه واجب الأمانة فى مواجهة الطرف الذى كلفه وهذا التزام تعاقدى، وفى مواجهة الطرف الآخر الذى لم يكلفه وهو التزام تترتب عليه مسئولية تقصيرية. وفى الحالتين مسئولية السمسار قبل الطرفين، مسئولية عن التعويض فى حالة الخطأ الجسيم والغش لأن عدم الأمانة يعتبر غشاً. ومصدر هذا النص أحكام القضاء فى مصر وفى فرنسا، لأن السمسار مسئول عن تبصير الطرفين بالظروف التى تحيط بالصفقة وفى جميع أحكام القضاء وكتابات الفقهاء يوجد التزام على عاتق السمسار يسمى الالتزام بالتبصير.

الخاص([1]). فحرصاً من المشرع على مصالح المتعاملين فى مجال الأوراق المالية، بائعين أكانوا أم مشترين، حظر على شركات السمسرة إتباع أى سياسة أو إجراء أى عملية يكون من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم، أو عقد أى عملية لحسابها الخاص. فوفقاً لهذا النص يحظر على شركات السمسرة فى الأوراق المالية أن تبرم أى عملية لحسابها الخاص، سواء بإجازة أو بدون إجازة، وأى تصرف بالمخالفة لهذا الحظر يقع باطلاً ولا يعتد به، كما أنه يعرض الشركة للمسائلة ووقفها عن العمل بالبورصة([2]).

من الواضح أن المشرع بهذا الحظر خرج على القواعد العامة فى مجال السمسرة، وذلك بعدم إجازته لشركات السمسرة فى الأوراق المالية أن تقوم بعقد أى صفقات لحسابها الخاص، سواء أجاز العملاء ذلك أم لم يجيزوه ([3]). فنظراً لخطورة هذه المعاملات وأهمية البيانات فى إجرائها، لم يسمح المشرع

([1]) مع هذا فقد تم تقييد هذا الحظر بمقتضى القرار الوزارى رقم 293 لسنة 2007، والذى أجاز لشركات السمسرة أن تقوم بدور صانع السوق (راجع ما بعده، صـ108 وما بعدها).

([2]) مع هذا يقرر البعض أن سمسار الأوراق المالية إذا خالف هذه القاعدة وأقام من نفسه طرفا فى العملية التى يجريها لحساب عميله، فان الجزاء المترتب لا يكون البطلان، وإنما تعريض السمسار نفسه لعقوبتى العزل والغرامة، بالإضافة إلى قيام مسئوليته المدنية عن الأضرار التى لحقت بعميله (د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، صـ184).

([3]) على العكس أحدث المشرع الفرنسى تغييراً جذرياً فى هذه المسألة. فبعد أن حظر المشرع الفرنسى على سماسرة الأوراق المالية أن يقيموا من أنفسهم أطرافاً فى تنفيذ أوامر البورصة، اتجه منذ قانون 11 يوليو 1972م إلى إعطاء هؤلاء السماسرة دوراً أكبر فى تنشيط سوق المال، وذلك بإجازته أن يقيم سمسار الأوراق المالية من نفسه طرفاً فى التعاقد. فمنذ هذا التاريخ أضاف المشرع الفرنسى فقرة ثالثة لنص المادة 85 من القانون التجارى أجازت للسماسرة أن يكونوا أطرافاً فى العمليات التى يجرونها، ولقد أكد المشرع الفرنسى هذه الإجازة بقانون 22 يناير سنة 1988م. فلم يعد دور السمسار قاصراً على نقل أوامر البورصة وتنفيذها، وإنما امتد لأن يكون طرفاً فى أى تعاقد يجريه. صحيح أن المشرع قد أراد من هذا الحظر تفادى تضارب المصالح بين السمسار وعميله، والذى قد يتحقق عندما يكون السمسار طرفاً فى العملية التى يجريها. فعندما تنعدم مصلحته فيما يجريه من أعمال، فإنه يبحث عن تحقيق مصلحة عملائه على أكمل وجه، دون أدنى تفكير فى تغليب المصلحة على الواجب. أما بعد هذا التعديل، فقد تغيرت النظرة إلى السماسرة وهجرت قاعدة التضارب بصورة كلية وأصبح من حق السمسار أن يقيم من نفسه طرفاً فى التعاقد مع العميل دون تفكير فى

لمثل هذه الشركات بعقد أية عمليات لحسابها الخاص. فلقد قدر المشرع أن مثل هذا السماح قد يدفع هذه الشركات إلى تعمد إعطاء العميل بيانات غير صحيحة عن عملية له مصلحة فيها، من أجل استئثارها بالصفقة. ولهذا جاء نص المادة 92 من اللائحة ليبين الطريقة التى يجب أن يتم من خلالها تنفيذ أوامر البيع والشراء بما فى ذلك العمليات التى تقوم بها شركات السمسرة بتقريره بأنه على الشركة أن تقوم بتنفيذ هذه الأوامر فى المكان والمواعيد التى تحددها إدارة البورصة، ويجب أن تعرض هذه الأوامر بطريقة تكفل العلانية وبالبيانات اللازمة للتعريف بالعملية وفقاً للقواعد التى تقررها إدارة البورصة وتعتمدها الهيئة.

فإذا كان المشرع قد قصر التعامل فى الأوراق المالية داخل البورصة وخارجها على شركات السمسرة بهدف توفير أكبر قدر من الحماية والضمان للمتعاملين فى هذه الأوراق، فإنه كان لزاماً عليه أن يقصر نشاط هذه الشركات على التعامل لحساب الغير بيعاً وشراءً، بما يساعد على تحقيق هذا الهدف من ناحية، وعلى استقرار سوق تلك الأوراق وتطورها إلى الأفضل من ناحية أخرى([1]).

إيثار مصلحة على أخرى (د/عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص185).

([1]) مع هذا يذهب البعض إلى القول بأن الحظر الذى قررته المادة 90 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال ليس مطلقاً، إذ يجوز لشركات السمسرة أن توسط شركة أخرى فى إبرام الصفقات الخاصة بالأوراق المالية التى تمتلكها. فطالما أن المشرع رخص لهذه الشركات بترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية (م27 من القانون)، فإنه قد سمح لها بإعادة بيع الأوراق التى اكتتبت فيها. فوفقاً لهذا النص يتضح أن المشرع حظر على شركات السمسرة التوسط فى تداول الأوراق المالية التى تملكها، بل يتعين عليها أن تكلف شركة أخرى بهذا التوسط (د/عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانونى، المرجع السابق، ص 73). بل إن البعض ينتقد المسلك الذى انتهجه المشرع المصرى لعدم السماح لشركات السمسرة بالعمل لحسابها الخاص من خلال شركات أخرى. فيقرر أنه كان الأجدر بالمشرع المصرى أن يجيز لهذه الشركات أن تتعامل لحسابها الخاص وفقاً لنظم وإجراءات تحددها اللائحة التنفيذية وتراقب تنفيذها الهيئة العامة لسوق المال، لاسيما وأن المشرع الفرنسى سمح لشركات البورصة بالتداول فى الأوراق المالية التى تملكها أو أن تكون طرفاً فى الصفقات المكلفة بالتوسط فى إبرامها. فإذا كلفت بالشراء، كان لها الحق فى أن تكون البائع. وإذا كانت مكلفة بالبيع، يجوز لها أن تكون المشترى، وهو ما يعرف بعمليات الطرف

2- الالتزامات الخاصة

ويقصد بها الالتزامات المفروضة على شركات السمسرة فى مجال الأوراق المالية. فإذا كان المشرع لم يتح التعامل فى الأوراق المالية داخل البورصة للكافة، وإنما قصره على شركات السمسرة المرخص لها بذلك، فإنه قد ألزمها فى ذات الوقت بضمان سلامة العمليات التى تتم بواسطتها. ومن ثم فإن الالتزام الرئيسى الذى فرضه المشرع على تلك الشركات هو ضمان سلامة التعاملات التى تتم من خلالها([1]). ويقتضى هذا الضمان اتخاذها لبعض الاحتياطات وتنفيذها لبعض الاشتراطات، التى تكفلت اللائحة التنفيذية من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م ببيانها وهى:

1- تسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليها. هذا ما تبرزه بوضوح المادة 591 من اللائحة التنفيذية بتقريرها أن وجوب التسجيل يتضمن مضمون الأمر واسم مصدره وصفته وساعته وكيفية وروده إلى الشركة، والثمن الذى يرغب العميل التعامل به([2]). هذا فضلاً عن ضرورة تجهيز الشركة لمقارها بالوسائل اللازمة لمباشرة النشاط من أجهزة اتصال وشاشات عرض وأجهزة كمبيوتر وغيرها من أدوات لازمة لممارسة مهنة السمسرة.

2- ضرورة عرض الأوامر خلال المدة وبالشروط المحددة بتلك الأوامر. هذا ما تقرره المادة 95 من اللائحة التنفيذية بنصها على أنه «يجب على شركة السمسرة عرض أوامر العملاء خلال المدة وبالشروط المحددة بأوامرهم، وإذا لم يحدد العميل أجلاً لتنفيذ الأمر وجب على الشركة عرضه فى أول جلسة تالية لوروده. ويتم تنفيذ الأوامر بحسب تاريخ وساعة ورودها لشركة السمسرة، كما يكون تنفيذ الأوامر التى تعطى لممثل الشركة أثناء التداول وفقاً لأولوية ورود تلك الأوامر».

المقابل (د/صالح راشد الحمرانى، دور شركات السمسرة فى بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 495).

([1]) لمزيد من التفصيل، راجع د/عصام أحمد البهجى، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية فى التشريعات العربية، المرجع السابق، ص715 وما بعدها.

([2]) JOHNSON T.-E.: Investment principles, op.cit, p.130 et s ; FRANCIS J.-C. : Management of investments, op.cit, p.80; PAGE A.-C. & FERGUSON R.-B. : Investor protection, op.cit, p.276 et s.

3- ضرورة استكمال العملية التى بدأت إجراءاتها دون أى تقصير. فلقد أوجب المشرع على شركة السمسرة استكمال إجراءات عقد العملية التى بدأتها دون أى تقصير، مع إخطار البورصة والعميل معاً بتنفيذ العملية خلال يوم العمل التالى للانتهاء منها. هذا ما أبرزته الفقرة الأخيرة من المادة 95 من اللائحة بتقريرها بأنه يجب على الشركة «استكمال إجراءات عقد العملية وإخطار البورصة والعميل بتنفيذها خلال يوم العمل التالى من عقد العملية».

هذا وقد وضعت المادة 96 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال جزاءً على إخلال شركة السمسرة بتنفيذ أوامر العملاء يضاف إلى الجزاءات التى قررتهما المادتان 30، 31 من القانون ذاته. فلقد تكفلت تلك المادة ببيان الجزاء المترتب على تنفيذ شركة السمسرة لعملية على خلاف أوامر العميل، وهو إما التسليم البديل أو التعويض، دون إخلال بحق الشركة فى مثل هذه الأحوال فى الرجوع على المتسبب بالتعويض، وذلك بتقريرها بأن «تلتزم شركة السمسرة التى نفذت عملية على خلاف أوامر العميل أو على ورقة مالية غير جائز تداولها قانوناً أو محجوز عليها بتسليم ورقة غيرها خلال أسبوع من تاريخ المطالبة، وإلا وجب عليها تعويض العميل، وذلك دون إخلال بحقها فى الرجوع على المتسبب بالتعويض([1])».

([1]) كذلك يجوز وقف نشاط الشركة عند مخالفة قانون سوق رأس المال أو لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذا له، أو إذا فقدت أى شرط من شروط الترخيص دون أن تحاول إزالة المخالفة أو استكمال الشروط رغم إنذارها بذلك من قبل الهيئة العامة لسوق المال. مع هذا فقد قيدت المادة 30 من قانون سوق رأس المال هذا الوقف بقيد زمنى مدته لا تجاوز ثلاثين يوماً، مع تحديد القرار لما يجب اتخاذه من إجراءات خلال هذه المدة، ومن ضرورة تسليم القرار للشركة أو إخطارها به بكتاب موصى عليه مصحوب بعلم الوصول، فضلاً عن إعلان ذلك فى صحيفتين صباحيتين يوميتين واسعتى الانتشار على نفقة الشركة. فإذا انتهت هذه المدة دون إزالة أسباب المخالفة، تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء ترخيص الشركة. أما إذا ترتب على المخالفة تهديد استقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين بالشركة أو المتعاملين معها، كان لمجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال اتخاذ أحد التدابير التى حددتها المادة 31 من القانون، تلك التى تدور حول: 1- توجيه تنبيه إلى الشركة. 2- منع الشركة من مزاولة كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاولتها. 3- مطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس إلى الانعقاد للنظر فى أمر المخالفات المنسوبة إلى الشركة واتخاذ اللازم نحو إزالتها، ويحضر اجتماع مجلس الإدارة ممثل أو أكثر عن الهيئة. 4- تعيين عضو مراقب بمجلس إدارة الشركة وذلك

مع هذا فإن حسن قيام شركات السمسرة بنشاطها وتنفيذها لأوامر العملاء يقتضى من هؤلاء إصدار الأوامر بصورة واضحة ومحددة تحديداً كافياً حتى يمكن لهذه الشركات تنفيذها دون خطأ أو تقصير. فمن الضرورى أن يتضمن الأمر نوع العملية التى يريد العميل إجراؤها ، بيعا أم شراءً، والزمن الذى يجب تنفيذها خلاله، ونوع الصكوك المراد التعامل بشأنها (أسهم أم سندات أم حصص تأسيس أم صكوك تمويل)، وكمية الصكوك المراد شراؤها أو بيعها والسعر المحدد للعملية.

هذا وللعميل حق إلغاء الأمر أو تعديله، مادام أن ذلك قد تم قبل تنفيذه. فلقد أعطى المشرع الحرية الكاملة للعميل فى تعديل أو تغيير رغباته، طالما أن التعديل أو التغيير قد تم قبل افتتاح جلسة البورصة المحددة لتنفيذ هذا الأمر. وهكذا يتعين إبلاغ هذه الرغبة فى التعديل أو التغيير للسمسار فى الوقت المناسب. وعليه لا يجوز للسمسار من تلقاء نفسه تعديل أو تغيير الأوامر الصادرة إليه من العملاء، وإنما لابد أن يبلغ بهذا من قبلهم وفى الوقت الذى يسمح له بتنفيذ هذا التغيير أو التعديل، وإلا قامت مسئوليته قبلهم عندما يخالف رغباتهم أو يتجاوز حدود العمل المكلف به. فلاشك من قيام مسئولية السماسرة عندما يحجموا عن تنفيذ ما وجه إليهم من تعليمات خاصة بأوامر الشراء أو البيع الصادرة إليهم، طالما أن هذه التعليمات قد تم إبلاغها قبل تنفيذ هذه الأوامر بوقت كافى، ومتى ترتب عليها ضرر بالعملاء. أما إذا لم يترتب على التنفيذ ضرر، أو إذا لم تصل هذه التعليمات فى الوقت المناسب، فلا مسئولية تترتب على هذه المخالفة.

وفى النهاية يبقى القول بأن المشرع قد أناط بإدارة البورصة وضع القواعد والنظم التى تكفل ضمان سلامة عمليات التداول، سواء من حيث تقدير الأوراق المالية محل التعامل، أو من حيث الحفاظ على مصالح المتعاملين ومنع

للمدة التى يحددها مجلس إدارة الهيئة ويكون لهذا العضو المشاركة فى مناقشات المجلس وتسجيل رأيه فيما يتخذ من القرارات.5 - حل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتاً لحين تعيين مجلس إدارة جديد بالأداة القانونية المقررة. 6- إلزام الشركة المخالفة بزيادة التأمين المودع منها. هذا ولا يجوز الطعن بإلغاء تلك القرارات إلا بعد التظلم منها أمام اللجنة المحددة فى الباب الخامس من قانون سوق رأس المال خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ إبلاغ صاحب الشأن بها أو من تاريخ العلم بها (م32من القانون).

التلاعب. هذا ما تبرزه بوضوح المادتين 20 من قانون سوق رأس المال، و94 من لائحته التنفيذية. فلقد أحالت المادة 20 من القانون إلى اللائحة التنفيذية لبيان الأحكام المنظمة لعقد عمليات التداول والمقاصة والتسوية فى عمليات الأوراق المالية ونشر المعلومات عن التداول. وبدورها ألزمت المادة 94 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال البورصة بوضع القواعد ونظم العمل التى من شأنها ضمان سلامة عمليات التداول وحسن أداء البورصة لوظائفها. بل على إدارة البورصة أن تشكل لجنة لمراقبة عمليات التداول اليومى والتحقق من تطبيق القوانين والقرارات وحل الخلافات التى قد تنشأ عن هذه العمليات. كما أناط المشرع بالهيئة العامة لسوق رأس المال مراقبة سوق التداول والتأكد من جريان التعامل على أوراق مالية سليمة، وأن عقد العمليات بالبورصة غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية([1]).

المطلب الثانى
الدور التفعيلى لسوق رأس المال

لا يقتصر دور البورصة على رقابة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية، وإنما يتعداه إلى العمل على نمو سوق رأس المال. وهو الأمر الذى يتحقق بإدراكها لحقيقة التصرفات التى تشكل تلاعباً فى أسواق المال الداخلية منها والخارجية من ناحية، ووضعها لمعيار محدد للتحكم فى أسعار الأوراق المالية المتداولة من ناحية أخرى.

الفرع الأول
إدراك حقيقة التصرفات التى تشكل تلاعباً فى أسواق المال

فى البداية يمكننا القول بأن التصرفات التى قد تشكل تلاعباً فى أسواق رأس المال، وتضر بالتالى بمستقبل الشركات المقيدة بها، تأتى دائماً من عمليات التداول التى تتم خارج بورصة الأوراق المالية. صحيح أن الأصل هو تداول الأوراق المالية داخل البورصة، باعتبارها السوق الطبيعى لتداول مثل

([1]) راجع المادة 93 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

هذه الأوراق. مع هذا لم يمنع القانون تداول الأوراق المالية خارج البورصة، طالما تم مثل هذا التداول وفقاً للإجراءات القانونية المحددة وبالشكل الذى نظمه القانون([1]). غير أن هذا التداول لا يحول دون قيام إدارة البورصة بتطبيق الجزاءات التى نص عليها المشرع فى قانون الإيداع والقيد المركزى رقم 93 لسنة 2000، وذلك عندما يتم التعامل على الأوراق المالية بغير الطريق الذى رسمته المادة 12 منه. فوفقا لهذه المادة لا يجوز التعامل على الأوراق المالية المودعة أو اقتضاء الحقوق المترتبة عليها إلا عن طريق القيد الدفترى لدى الشركة. كذلك فانه لا يجوز سحب الأوراق المالية بعد إيداعها إلا فى الحالات التى يصدر بها قرار من رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية([2]). ومن ثم فانه يتعين على إدارة البورصة، حماية للشركات التى يجرى التعامل على أوراقها، تطبيق الجزاء الذى رسمه القانون عند مخالفة هذا الحظر، وهو بطلان التداول وعدم الاعتداد به فى مواجهة الجهة مصدرة الورقة المالية([3]).

وهكذا يتضح أن إدارة البورصة تلعب دورا مؤثرا فى حماية الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية من التصرفات التى قد تشكل تلاعبا بأوراقها المالية المتداولة، ومن الأعمال التى قد تؤثر على مركزها المالى وحجم نشاطها([4])، لاسيما وأن قانون سوق رأس المال يفرض عليها التزاما بالإعلان

([1]) فالورقة المالية الاسمية يستلزم تداولها ونقل ملكيتها تحرير العقود الخاصة بذلك والموجودة لدى السمسار، والذى يضمن سلامة العملية وإبلاغ إدارة البورصة بذلك حتى تتمكن من إبلاغ الجهة مصدرة الورقة لتقوم بتغيير بياناتها والتأشير لديها فى السجل الخاص بذلك0وذلك على عكس الأوراق المالية لحاملها، إذ لا يستلزم نقل ملكيتها مثل هذه الإجراءات المطولة (د/ عبد الهادى محمد مقبل، بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، صـ78).

([2]) راجع كذلك المادة الخامسة من هذا القانون، حيث تبين حقوق مالك الورقة وكيفية التفرقة بين المالك المسجل والمالك المستفيد.

([3]) د/ سميحة القليوبى، أحكام تداول الأسهم، مجموعة محاضرات الدورة القانونية التى نظمها مركز الدراسات القانونية لخدمة المجتمع بكلية الحقوق – جامعة أسيوط بالاشتراك مع شعبة الأوراق المالية بالغرفة التجارية بأسيوط، الخميس 2006/11/9، صـ24 وما بعدها ؛ د/ أبو زيد رضوان، شركات المساهمة، المرجع السابق، فقرة 108 وما بعدها ؛ د/ محمد فريد العرينى، الشركات التجارية، المرجع السابق، فقرة 216 وما بعدها، صـ216 وما بعدها.

([4]) TEWELES R.-J, BRADLEY E. & TEWELES T.-M. : The stock market, sixth ed, John Wiley, 1992, p.338.

عن عمليات التداول التى ترد على الأوراق المالية غير المقيدة بها، حتى يعلم بها كل من يتعامل بالبورصة([1]).

كذلك يعظم هذا الدور الذى تقوم به إدارة البورصة فى حماية الشركات المقيدة بها وتفعيل سبيل الحوكمة الذى تتبعه، ذلك الحظر الذى فرضته المادة 17 فى فقرتها الأولى، والذى قصد به إطلاع إدارة البورصة على جميع التصرفات التى تتم داخل البورصة وخارجها، خاصة فى عصر عولمة الأسواق المالية وما يلازمها من عمليات تلاعب، قد يساعد على تمامها ما يصاحب هذه الظاهرة من تغيرات تكنولوجية وتكتلات واضحة فى مجال الخدمات المالية. فلقد أراد المشرع المصرى التيسير على إدارة البورصة فى ملاحقة التطورات التى تحدث فى مجال الأوراق المالية وما يصاحبها من تطور فى وسائل الغش والتلاعب فى أسواقها([2]).

صحيح أنه يصعب فى بعض الأحوال الحصول على دليل مباشر على حدوث التلاعب فى سوق الأوراق المالية، إلا أن هذا ليس بالأمر المستحيل، حيث توجد العديد من المؤشرات التى تبرز حدوث مثل هذا التلاعب، كظهور زيادة مفاجئة فى سعر أو حجم الأوراق المالية التى يتم تداولها، أو فى كلاهما معاً([3]). كذلك قد تستطيع الإدارة الحصول على شهادة ممن اشتركوا فى إحداث

([1]) راجع الفقرة الثانية من المادة 17 من القانون رقم 95 لسنة 1992. مع هذا فانه يتعين التنويه هنا إلى أن قيام إدارة البورصة بتنفيذ هذا الالتزام يتوقف على توافر المعلومات لدى إدارتها عن العمليات التى تتم خارجها وعلى تعاون الشركات الأخرى مع الإدارة، حيث لا ترد تلك المعلومات إلا من الجهات المصدرة للأوراق محل التعامل، أو من خلال شركات السمسرة التى تتولى أو يتم عن طريقها هذا التداول.

([2]) د/ عبد الهادى محمد مقبل، بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، صـ231 وما بعدها.

([3]) هذا ما تبرهن عليه بورصة باريس وبالتحديد ما حدث فى المدة من 6 إلى 11 مارس 1988م، حيث سجلت أسهم شركة saulnes chatitton ارتفاع غير عادى سواء فى حجم التعامل أو سعر السهم. وبعد إجراء التحقيقات اتضح أن السبب فى هذا الارتفاع يرجع إلى مضاربات وهمية قامت بها شركات السمسرة لحساب عملاء تم فتح حسابات لهم بها بأسماء وعناوين وهمية، مستخدمين تقنية الغلاية، وهى طريقة تستعمل لرفع تداول الأسهم محدودة التداول. بيد أن نجاح هذه الطريقة يعتمد على حجم السوق من ناحية، وعلى اختيار الورقة محل التداول من ناحية أخرى. فكلما كان السوق ضيقاً، كلما كان هناك نمو فى حجم التعامل وارتفاع لسعر السهم. إضافة إلى حسن اختيار ورقة مالية يكون حجم التعامل عليها ضئيلاً، بحيث يؤدى التعامل المكثف عليها إلى

هذا التلاعب، وحجم المبالغ التى حققوها من وراءه، والخطوات التى اتخذوها لإحداث التلاعب فى سعر الأوراق المالية سواء بالارتفاع أو الانخفاض([1]).

ولقد وضعت المنظمة الدولية لأسواق رأس المال بعض القواعد التى تساعد على كشف التصرفات التى تشكل تلاعباً فى الأسواق، البعض منها يتعلق بتحليل حركة الأسعار وأنماط التداول، والبعض الآخر يتعلق بفحص

ارتفاع سعرها. وهو الأمر الذى تحقق بالنسبة لأسهم شركة saulnes chatitton، فبينما كان حجم التعامل اليومى على أسهمها لا يجاوز ثلاثة ألف سهم، فقد أدى التعامل المكثف إلى ارتفاع سعر السهم من 171 فرنكاً فى أول الأسبوع إلى 197 فرنك فى نهاية الأسبوع.

مع هذا فإن هذا التلاعب قلما يحقق أهدافه، نظراً لسرعة «الإجراءات ويقظة الهيئات الرقابية على البورصة، وكذلك بفضل تعاون شركات البورصة سواء القائمة بالسمسرة أو بالحفظ والتداول عندما لاحظت عدم وجود غطاء نقدى وكذلك غياب الأسهم المتعامل عليها، مما يمثل قيام جريمة التلاعب فى الأسعار. وقد ذكرت محكمة باريس فى حيثيات إدانتها لهؤلاء المتهمين إنهم وهم على علم تام بآليات البورصة، قد اتفقوا على تزييف الأداء الطبيعى لسوق الأوراق الخاصة بسهم تلك الشركة عن طريق الغش، هذا مع إرادة إيقاع الغير فى الخطأ ونية الاستفادة المباشرة من الأرباح المتحققة عن العمليات التى أجروها على المكشوف، مما تسبب فى خسارة مقدارها 2 مليون فرنك للشركات العاملة فى البورصة (د/صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة فى بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 292)». كذلك يسوق الدكتور صالح البربرى واقعة أخرى من السوق المصرى خاصة بالتلاعب الذى حدث بالنسبة لأسهم البنك المصرى البريطانى، والذى أدى إلى ارتفاع قيمة السهم بنسبة 5% يومياً، قادت إلى ارتفاع قيمته من 80 جنيه إلى 210 جنيه على إثر التلاعب الذى قام به اثنان من المضاربين اللذان تبادلا الأدوار يومياً من بائع إلى مشترى على مائة سهم يومياً يحققا بها سعر إقفال يومى بزيادة 5%. ولما كان هذا الارتفاع لا يرجع إلى آليات العرض والطلب، فقد أجريت بشأنه تحقيقات تولتها إدارة البورصة والهيئة العامة لسوق المال، بل إن الأمر قد وصل إلى مجلس الشعب فى صورة طلب إحاطة قدمه الدكتور/ مصطفى السعيد إلى وزير الاقتصاد، والذى برر ما حدث بوجود ثغرات فى قانون سوق المال هى التى أدت إلى حدوث مثل هذا التلاعب.

([1]) لمزيد من التفصيل حول هذه الجزئية، راجع أ/ سعيد رمضان عرفة، الرقابة على سوق رأس المال، المرجع السابق، صـ224 وما بعدها، حيث يشير إلى القواعد التى وضعتها المنظمة الدولية لأسواق رأس المال، والتى تساعد الجهات الرقابية فى إثبات التلاعب فى أسواق رأس المال، وكذلك فى الكشف عن الممارسات غير المشروعة التى تقدم عليها بعض الشركات أو بعض الوسطاء.

البيانات والمعلومات الخاصة بالأوراق المتداولة([1]). فمن خلال تحليل حركة الأسعار للأوراق المالية المشكوك فى حدوث تلاعب بها، يمكن التحقق من حدوث هذا التلاعب أم لا. فإجراء مقارنة بسيطة بين سعر الورقة فى الماضى وبين ما حدث من ارتفاع أو انخفاض فى سعرها، مع الأخذ فى الاعتبار الظروف المحيطة بالشركة مصدرة الورقة، يساعد بدون شك فى الكشف عن التصرفات التى أدت إلى حدوث التلاعب، أو على العكس إبراز أن تلك الزيادة أو الانخفاض تُعد أمراً طبيعياً أو نتيجة منطقية لأداء السوق ككل، أو لحجم العرض والطلب الحقيقيين للأوراق المتداولة. ولإثبات «التلاعب قد يكون من المفيد إعداد رسم بيانى لتوضيح تاريخ السعر والحجم للفترة المحددة بخصوص الأوراق المالية المتلاعب فيها. هذا فضلاً عن التحليلات الإحصائية التى يمكن استخدامها لإثبات وجود النية فى التلاعب ولدحض الإدعاء بأن تداول الأوراق المالية كان نشاطاً تجارياً منطقياً([2])».

كذلك يمكن من خلال فحص البيانات المتوفرة والمعلومات المنشورة للعامة عن الأوراق المالية محل التداول معرفة أسباب الارتفاع أو الانخفاض، وما إذا كان هذا الارتفاع أو الانخفاض يستند إلى أسس منطقية أم لا. فتوافر هذه المعلومات لدى العامة يساهم بدور ما فى حدوث الارتفاع أو الانخفاض، كنشر أخبار إيجابية عن الشركة أو عن سوق الأوراق. فمثل هذا النشر لتلك الأخبار يؤدى إلى ارتفاع فى سعر بعض الأوراق المالية، أما إذا تم الارتفاع فى غياب تلك الأخبار، فإن هذا يعبر بوضوح عن حدوث تلاعب فى السوق أدى إلى حدوث مثل هذا الارتفاع.

وقد يكون الارتفاع أو الانخفاض أثراً مباشراً لمعلومات خاطئة تم ترويجها عن أعمال الشركة المصدرة للأوراق المالية أو أوضاعها المالية. فتحليل الإدارة للبيانات المالية والمعلومات المنشورة ومعرفة مدى مصداقيتها

([1]) Technical comminute of the international organization of securities commissions, "investigating and prosecuting market manipulation", www.iosco.org, may 2000, p.12 et s.

([2]) أ/ سعيد رمضان عرفة، الرقابة على سوق رأس المال وأثرها على استقرار ونمو السوق، المرجع السابق، ص225.

يساعد إلى حد كبير فى الكشف عن التصرفات الخاطئة ومدى مساهمتها فى حدوث تلاعب فى سوق الأوراق المالية من عدمه([1]).

وأخيراً تساعد وثائق الملكية على التعرف على أشخاص المستفيدين من المعلومات الخاطئة التى تم نشرها بقصد إحداث التلاعب. فمن خلال هذه الوثائق يسهل تحديد أصحاب المصلحة فى إحداث هذا التلاعب أو فى الاستفادة منه. فالتعرف على هؤلاء المالكين يبرز مدى مقدرتهم على القيام بالتصرفات المؤثرة فى سعر الأوراق أو فى حجم التداول من عدمه. وقد تنجم هذه المقدرة إما عن طريق امتلاك نسبة كبيرة من الأوراق المتداولة، أو من خلال قدرة المالكين على التأثير على جمهور المتعاملين فى سوق الأوراق المالية. فقد تكون نسبة الامتلاك غير كبيرة، ومع ذلك يستطيع مالكوها التأثير على المعروض من الأوراق المالية، خاصة عندما تكون تلك الأوراق أقل سيولة، حيث يسهل السيطرة على المعروض منها دون حاجة إلى امتلاك نسبة كبيرة منها([2]).

([1]) بيد أن هذا يتطلب حسن القيام بالواجبات التى يفرضها القانون على جهات الرقابة. أما إذا تخاذلت تلك الجهات، فإن الأمر يؤثر على حسن أداء سوق رأس المال. هذا ما تبرزه بوضوح قضية شركة أرابيا، حيث أكد المتهمون فيها أنه على الرغم من الأساليب التى قاموا بها والتى أثرت فى سعر الأسهم، فإن اللوم يجب أن يوجه كذلك إلى إدارة البورصة، وذلك لقيامها بنشر الإعلانات المضللة بجميع الصحف التى تتولى نشر جدول الأسعار وحركة الأسهم فى الفترة من 1999/6/8 إلى 1999/6/30م. هذا فضلاً عن أن إهمالها قد وصل إلى قيامها بتقسيم قيمة السهم ولم تقم بتقسيم قيمة الكوبون، وهو الأمر الذى يبرز أهمية الدور الذى تقوم به جهات الرقابة، وما يمكن أن يقود إليه الإهمال فى القيام بالواجبات من أضرار بالغة بأسواق المال وبالمستثمرين فيها، لاسيما وأن هذا النشر أضر ضرراً بالغاً بالمستثمرين لإقدامهم على شراء أسهم شركة أرابيا متأثرين بهذا النشر من ناحية، والطلبات التى تقدم بها المتهمون لشراء أسهم بسعر يزيد عن سعر الإقفال بمقدار 5% سواء فى بداية تعاملات الفترة أو فى نهايتها من ناحية أخرى. فإذا كانت إدارة البورصة يتعين عليها من خلال تحليل البيانات وإدارتها للعمليات، التأكد من أن البيع تم بأسعار حقيقية ومبررة، فإن هذه الواقعة أبرزت بما لا يدع مجالاً للشك أنه من السهل التلاعب بالأسواق والتأثير على أسعار الأسهم وتضليل المتعاملين (مشار إليه فى د/ صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، صـ292 وما بعدها).

([2]) أ/ سعيد رمضان عرفة، الرقابة على سوق رأس المال، المرجع السابق، ص227.

الفرع الثانى
وضع معيار محدد للتحكم فى أسعار الأوراق المالية

بداية يمكن القول بأن الارتفاع أو الانخفاض الحاد فى أسعار الأوراق المالية يؤدى أو يقود إلى تخوف المستثمرين من الإقدام على سوق الأوراق المالية أو الاستثمار فيه. فهذا الارتفاع وذاك الانخفاض يُعد، فى معظم الأحوال، مردوداً طبيعياً لنتائج الأعمال وحقيقة الأوضاع الاقتصادية السائدة فى الدولة. وعليه عندما يحدث مثل هذا التغيير فى الأسعار بصورة عشوائية، دون أى انعكاس حقيقى لنتائج أعمال الشركات المصدرة، فإن هذا يبرز بوضوح أن تحديد الأسعار أو التحكم فيها لا يستند إلى معيار محدد أو يعتمد على أسس حقيقية، الأمر الذى يؤدى إلى فقدان المتعاملين والمستثمرين للثقة فى سوق الأوراق المالية، بل قد يصل الأمر إلى اعتبار البعض منهم أنها ليست سوى مكاناً للمراهنة أو بيتاً للمقامرة([1]).

([1]) فعادة ما يلجأ المتعاملين إلى استخدام حيل معينة وأساليب متعددة لتحقيق بغيتهم والوصول إلى مآربهم. وهذه الحيل وتلك الأساليب تهدف إلى التأثير على أسعار الأسهم المتداولة فى سوق الأوراق المالية، كما أنها تتنوع إلى أساليب لخفض الأسعار وأخرى إلى رفعها. فالعمليات التى «تهدف إلى خفض كبير فى أسعار أسهم شركة معينة تتم عن طريق بيع كميات كبيرة منها وربما على المكشوف، دون أن يكون هناك سبب يتصل بالأداء الاقتصادى للشركة يبرر هذا الانخفاض. ثم يتبع ذلك عمليات شراء لكميات كبيرة من هذه الصكوك بأسعار منخفضة جداً، مما ينتج عنه تحقيق أرباح كبيرة عندما تعود الأسعار إلى السعر الطبيعى للسوق بعد ذلك. ومثالها العمليات التى تهدف إلى رفع السعر عن طريق الشراء بنفس الطريقة بأسعار مرتفعة لسهم معين لكى تضاعف سعر البيع عن السعر الطبيعى للسوق (د/صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص 287)». فى الحقيقة إن تلك الأساليب التى يتبعها المتلاعبون بالأسعار من شأنها توجيه اهتمام المتعاملين والمستثمرين إلى هذه الأسهم وجذبهم إلى التعامل عليها، حتى إذا وصل السعر إلى المستوى المطلوب الذى يرضى طموحهم ويحقق مطامعهم، يتجهون إلى تصفية مراكزهم بالبيع، حتى إذا تدهور سعر السهم كأثر منطقى لزوال العوامل التى أدت إلى ارتفاعه، فإنهم قد يتجهون مرة أخرى إلى الشراء. وبهذا يستفيد هؤلاء المتلاعبون من الارتفاع والانخفاض، طالما لعب هذا فى الاتجاه الذى يحقق مصالحهم ويرضى مطامعهم. فأهم ما يميز أساليب وطرق التلاعب بالأسعار «هو تسلسل الظروف أو تتابع أنواع التحايل الذى يتم فى نفس الوقت أو يحدث تباعاً، وفقاً لآلية معينة تعمل أحياناً على رفع السعر وأحياناً على انخفاضه، وأحياناً يتم النوعين فى نفس الوقت. وهى تعتمد على استخدام أساليب من شأنها إما إيجاد قدرة وإما إحداث تشبع وتكثيف للسوق لغرض المضاربة غير المشروعة وتحقيق

لهذا يتعين على إدارة البورصة أن تضع معياراً واضحاً لتحديد سعر الأوراق المالية المتداولة، وما يمكن أن يرد عليه من ارتفاع أو انخفاض. بل إن الأمر لا يتوقف على وضع هذا المعيار، وإنما يمتد أيضاً إلى العمل على حسن تطبيقه من جانب الشركات والمتعاملين فى هذه السوق. فمن السهل وضع الأسس والضوابط، وإنما الصعوبة تكمن فى كيفية إعمالها وتطبيقها على أرض الواقع. لهذا قيل وبحق إن تفعيل الدور الرقابى يساعد إلى حد كبير على استقرار التعامل فى سوق الأوراق المالية، وعلى إكساب المتعاملين الثقة فيه، تلك التى تتحقق بالحد من وجود أوراق مالية مسعرة بصورة غير حقيقية أو بالقضاء على محترفى التلاعب بالأسواق والتحكم فى أسعار وأنماط التداول فى تلك الأسواق([1]).

الكسب بطريقة مصطنعة (د/صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص 290)».

([1]) د/ عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص315 وما بعدها؛ د/صالح أحمد البربرى، الممارسات غير المشروعة فى بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص286 وما بعدها. ولقد كفل قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م الوسائل التى يمكن من خلالها لإدارة البورصة وهيئة سوق المال القضاء على محترفى التلاعب بالأسواق. **وأول** هذه الوسائل يكمن فى وقف عروض وطلبات التداول التى ترمى إلى التلاعب بالأسعار. هذا ما تبرزه بوضوح المادة 21 من قانون سوق رأس المال، بنصها على أنه يجوز بقرار من رئيس البورصة وقف عروض وطلبات التداول التى ترمى إلى التلاعب بالأسواق. ثم يكون له بعد ذلك إلغاء العمليات التى تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح أو التى تتم بسعر لا مبرر له، هذا فضلاً عن وقف التعامل على ورقة مالية عندما يضر استمرار التعامل بها بالسوق أو المتعاملين فيه. **وثانى** هذه السبل ما تقوم به هيئة سوق المال من مراقبة السوق للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية. هذا ما تقرره المادة 43 من قانون سوق رأس المال فى فقرتها الرابعة. **وثالث** هذه السبل يكمن فى العقوبات التى يمكن توقيعها على المتلاعبين بأسعار الأوراق المالية المتداولة فى السوق. هذا ما تبرزه بوضوح المادة 63 من قانون سوق رأس المال فى فقرتها السادسة بنصها على أنه مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها فى أى قانون آخر يعاقب بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات وغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد على مائة ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين ... كل من عمل على قيد سعر غير حقيقى أو عملية صورية أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق.

ولا خلاف أن المعيار الذى يجب أن يستند إليه، عند تحديد سعر الأوراق المتداولة، هو الأداء الاقتصادى والمالى الحقيقى للشركات المصدرة لتلك الأوراق. فتحديد السعر لابد وأن يكون انعكاساً حقيقيا ومردودا طبيعيا لمستوى الأداء الاقتصادى والمالى لتلك الشركات، والذى تبرزه القوائم المالية لها. فكفاءة البورصة وحسن أدائها لدورها يحدده الارتباط الحقيقى بين الأداء الاقتصادى والأسعار السوقية للأوراق المتداولة. فعندما يكون هناك تأثير واضح لهذا الأداء على تلك الأسعار، فإن هذا يدل بوضوح على كفاءة البورصة وكفاءة السوق. أما عندما يكون الارتباط ضعيفا والتأثير غير واضح، فإن هذا يُعد مؤشراً واضحاً على عدم كفاءة السوق من الناحية التسعيرية من ناحية، وعلى عدم القيام بالدور الرقابى من ناحية أخرى.

فى الحقيقة إن تفعيل هذا المعيار يعتمد بشكل مباشر على توافر المعلومات الحقيقية عن أداء الشركات ونتائج أعمالها وحقيقة مركزها، وذلك بشكل كاف ودقيق([1]). ولا جدال أن قواعد الإفصاح والشفافية تلعب دوراً أساسياً فى توافر مثل هذه المعلومات وفى وجود مثل هذا الارتباط الحقيقى بين ما يعلن من قوائم وما يتحقق من أعمال. فما يعلن لجمهور المساهمين وأصحاب المصالح من قوائم مالية وحسابات ختامية لابد أن يخضع للمراقبة أو المراجعة حتى يمكن الجزم بتطابقها مع الأداء الاقتصادى والمالى الحقيقيين للشركة. فمثل هذه المراقبة وتلك المراجعة من شأنها إعلام المساهمين والمستثمرين بحقيقة هذا الأداء وما تحقق من نمو وتقدم.

فتطبيق قواعد الإفصاح والشفافية يضمن انتظام المعاملات فى سوق رأس المال وتسعيرا حقيقيا للأوراق المالية المتداولة. فمن خلال الالتزام بهذه القواعد يمكن القول بأن المشرع يحمى سوق رأس المال، طالما أنه يتدخل من خلالها لتحقيق استقامة وانتظام المعاملات فى تلك السوق من ناحية، وضمان حسن سير المنافسة عن طريق ردع إدارة الشركات المخالفة من ناحية أخرى([2]).

([1]) DANG-TRAN M.-Ch.: Le contrrôle de l'information financière, art.préc, p.17.

([2]) راجع قضية شركة أرابيا، حيث قامت الهيئة العامة لسوق رأس المال باتخاذ مجموعة من الإجراءات التى تحد من التلاعب فى الأسعار لتحقيق بعض

فلقد حان الوقت لتعى الجهات القائمة على رقابة سوق رأس المال أن السعر الذى تباع به الأسهم لابد أن يكون سعراً معادلاً لمستوى الأداء الاقتصادى والمالى للشركة ومعبراً حقيقياً لحجم ونتائج الأعمال التى تقوم بها، وذلك لأن هذا السعر يعبر عن حقيقيتين لا يمكن إنكارهما، الأولى أنه تعبير عن تقييم نشاط الشركة، والثانية أنه أداة أو وسيلة للحد من السيطرة على الشركة، إذ يمكن من خلال محاولات الشراء تملك نسبة معينة من الأسهم تمكن المشترى من السيطرة على إدارة الشركة وتحقيق أهدافه([1]). لهذا قيل وبحق أن العمل على واقعية أسعار الأوراق المالية يعد من العوامل التى تساعد ليس فقط على استقرار ونمو أسواق رأس المال، وإنما أيضا على نجاح نظام الحوكمة الذى تتبعه الشركات المقيدة لأوراقها بهذه الأسواق ([2]). فمثل هذه الواقعية تضمن استقامة وانتظام المعاملات فى هذه الأسواق، كما أنها تجنب تلك الشركات الإخفاق والفشل وذلك لأنها تقيها من السياسات التى ينتهجها بعض المساهمين أو المستثمرين للسيطرة على مقدرات الشركة ودفة إدارتها ([3]).

المبحث الثانى
دور سماسرة الأوراق المالية فى ضبط قواعد الحوكمة

إذا كان المشرع المصرى قد قصر التعامل فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصة على شركات السمسرة المرخص لها بذلك، فإنه قد حظر فى المادة 90 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على تلك الشركات – حفاظاً

الأرباح، والتى تقى فى ذات الوقت صغار المستثمرين الذين يقدمون على شراء الأسهم تحت تأثير البيانات الخادعة (لمزيد من التفصيل حول هذه القضية، راجع د/ صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، صـ293 وما بعدها).

([1]) د/ سامى عبد الباقى أبو صالح، النظام القانونى لعروض الشراء، المرجع السابق، فقرة 37، صـ112 وما بعدها.

([2]) DANG-TRAN M.-Ch. : Le contrrôle de l'information financière, art.préc, p.17 et s..

([3]) د/ المعتصم بالله الغريانى، حوكمة شركات المساهمة، دراسة فى الأسس الاقتصادية والقانونية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008، ص157 وما بعدها.

على مصالح العملاء بائعين أم مشترين – إتباع أى سياسة أو إجراء أى عملية يكون من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم، كأن تتعمد الشركة إعطاء بيانات غير صحيحة أو أن يدفعهم تحليلها غير الصحيح للبيانات إلى اتخاذ قرار غير مناسب([1]).

فشركات السمسرة لا يقتصر دورها إذن على تنفيذ أوامر البيع والشراء، وإنما يتعداه إلى تحليل البيانات وإيضاحها للمستثمرين. فهذه الشركات تساهم بما تلعبه من دور فى ضبط قواعد حوكمة الشركات المقيدة بسوق رأس المال، سواء عند قيامها بدورها العادى فى تنفيذ أوامر البيع والشراء (**المطلب الأول**)، أو من خلال دورها الحيوى فى تحليل المعلومات وإيضاحها للمستثمرين (**المطلب الثانى**).

المطلب الأول
مساهمة سماسرة الأوراق فى ضبط قواعد الحوكمة
عند تنفيذ أوامر البيع والشراء

لقد سبق أن نوهنا إلى أن الدور الرئيسى الذى يضطلع به سماسرة الأوراق المالية هو تنفيذ أوامر البيع والشراء([2]). فالسماسرة باعتبارهم وكلاء يقع على

([1]) فمن المؤشرات الإيجابية لانضباط أسواق الأوراق المالية تمكين المستثمرين من اتخاذ القرارات المناسبة بشأن استثماراتهم، سواء تعلق الأمر بزيادتها أو على العكس تصفيتها دون تحمل تكاليف كبيرة. ولا شك أن هذا الانضباط يتحقق من خلال القوانين المنظمة لسوق رأس المال من ناحية والتزام مصدرى الأوراق المالية والوسطاء من ناحية أخرى. فإحكام انضباط سوق رأس المال يعتمد بصورة كبيرة على حسن قيام الوسطاء بالتزاماتهم وأداء دورهم على أساس من الشفافية والنزاهة. فالعلاقة بين سوق الأوراق المالية والحوكمة علاقة وطيدة، فكلما انضبطت تلك السوق، كلما وجدت وسائل تساعد على نجاح نظام الحوكمة. فصلاح أسواق المال يساعد الشركات على تقدير المخاطر وعلى إقرار الوسائل والسبل التى تساعد على إحداث التحسين المطلوب واعتماد النظام القانونى المناسب.

([2]) قارب من هذا :

RUTTERFORD J. : Introduction to stock exchange investment, M. Macmillan, 1993, p.11 ; FRANCIS J.-C. : Management of investments, International Student Edition, Mc GRAW-Hill International Book Company, 1983, p.80 et s ; JOHNSON T.-E. :

عاتقهم الالتزام بتنفيذ الأوامر الصادرة من العملاء([1]). فإذا كانت المعاملات التى تتم داخل البورصة لا تجرى مباشرة بين هؤلاء العملاء([2])، فمن المنطقى ألا يملك السماسرة رفض تنفيذ الأوامر التى يصدرونها. هذا وإن كان الفقه قد تردد بين مؤيد ومعارض لالتزام السماسرة بتنفيذ أوامر العملاء الصادرة إليهم. فالبعض يرى أن السمسار يتمتع بحرية مطلقة فى تنفيذ أو عدم تنفيذ تلك الأوامر، وبصرف النظر عن كونها صادرة من عميل جديد أو قديم أو معروف شخصياً للسمسار، هذا ما لم يوجد اتفاق يخالف ذلك أو أن يتعلق الأمر الصادر بتصفية مركز أحد العملاء. ففى هاتين الحالتين لا يملك السمسار حق رفض تنفيذ هذه الأوامر([3]). فى حين ذهب اتجاه ثانى إلى القول بضرورة التفرقة بين عميل جديد وعميل سابق، إذ فى الحالة الأولى يحق للسمسار رفض تنفيذ الأوامر الصادرة إليه دون إبداء لأسباب هذا الرفض. وذلك على عكس الحالة الثانية، إذ لا يملك السمسار الحق فى رفض تنفيذ الأوامر الصادرة إليه لاسيما عندما تتعلق بتصفية مركز قائم لأحد العملاء([4]). وأخيراً يذهب اتجاه ثالث إلى

Investment principles, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1978, p.123 et s.

([1]) راجع الفقرة الثانية من المادة 45 من قانون التجارة رقم 17 لسنة 1999م، حيث تقرر أنه " ولا يجوز للسمسار إجراء عمليات فى السوق لحساب عملائه إلا إذا كان مفوضا فى إجرائها من العميل بموجب تفويض خاص مكتوب، فإذا أجرى السمسار العملية دون هذا التفويض، جاز للعميل قبولها أو رفضها".

([2]) راجع المادة 18 من قانون سوق رأس المال 95 لسنة 1992، والمادة 1/45 من قانون التجارة 17 لسنة 1999.

([3]) جول خلاط، بورصة العقود فى مصر، ثلاثون عاما فى رئاسة البورصة، بدون دار نشر، بدون سنة نشر، صـ128-129 ؛ د/ محمد كامل أمين ملش، شرح القانون التجارى التكميلى، مطبعة دار الكتاب العربى، 1952، فقرة 420، صـ290، حيث يقرر أن حرية السمسار تتقيد عند وجود اتفاق أو عندما يتعلق الأمر بتصفية مركز قائم. فإذا لم ينفذ الأمر " عد مسئولا عنه، ولكن الأمر على خلاف ذلك إذا كانت تصفية المركز القائم تكشف مركزا آخر عكسيا لهذا العميل. فإذا كان للعميل مركز موازنة، أى أنه اشترى استحقاقا وباع غيره حتى لو كان ذلك فى بورصة أجنبية، فانه لا يمكنه أن يرغم سمساره على تصفية أحدهما لأن نتيجة هذه التصفية كشف المركز الآخر ومضاعفة أخطاره".

([4]) د/صالح راشد الحمرانى، دور شركات السمسرة فى بورصات الأوراق المالية، 2004، ص 378 ؛ د/ عصام أحمد البهجى، الموسوعة القانونية لبورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 755)».

القول بأن السمسار لا يملك رفض تنفيذ الأوامر الصادرة إليه كرد فعل طبيعى للاحتكار القانونى الذى تقرره القوانين الوضعية لسماسرة الأوراق المالية([1])، هذا وإن كان ذلك لا يعنى الالتزام حتماً بتنفيذها، إذ يرتبط ذلك بتسليمه المستندات والأوراق المالية المراد بيعها أو المبالغ اللازمة للشراء، هذا فضلاً عن عدم تضمن الصفقة لمخاطر كبيرة بالنسبة للعميل([2]). فعندما يتضح لشركة السمسرة أن تنفيذ أوامر العميل يشكل ضرراً جسيماً ومحدقاً به، «فعلى الشركة أن تبصره بخطورة الأمر الصادر منه وأن تتأكد أنه هو شخصياً مصدر الأمر وعليها أن تطلب منه الحضور شخصياً لمقر الشركة للتأكد من شخصيته وإثبات الأوامر التى تعتقد الشركة أنها ضارة به كتابة ([3])».

وهكذا يتضح أن دور السماسرة فى تنفيذ أوامر البيع والشراء يرتبط بعملية حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية برباط وثيق، لأنه من خلال القيام بهذا الدور على الوجه الأكمل تستطيع تلك الشركات التوسع فى أنشطتها، والذى يتحقق من خلال ارتفاع قيمة أسهمها، أو على العكس أن تتقلص تلك الأنشطة عندما يحدث انخفاض فى قيمة أوراقها المالية. فارتفاع قيمة الأسهم والسندات لا يتوقف فقط على حجم النشاط وقيمة الأعمال، وإنما أيضا على انضباط الدور الذى يقوم به الوسطاء فى تنفيذ أوامر البيع والشراء. فالارتفاع أو الانخفاض قد لا يكون انعكاسا طبيعيا لحجم النشاط أو تعبيرا حقيقيا للمركز المالى للشركة، وإنما قد يكون انعكاسا لما يلعبه الوسطاء من دور فى ترويج لهذا المركز أو حجم ذلك النشاط([4]).

فالسمسار عندما ينفذ الأوامر التى تصدر إليه بالبيع والشراء على أكمل وجه، يساعد على استقرار سوق الأوراق المالية من ناحية، وعلى تحقيق مصلحة الشركات التى يجرى التعامل على أوراقها المالية من ناحية أخرى، لاسيما وأن السماسرة يقع على عاتقهم التزاما بتبصير عملائهم بالنتائج التى

([1]) د/عبد الفضيل محمد احمد، بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص162.

([2]) د/ عبد الهادى محمد مقبل، بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، صـ240 وما بعدها..

([3]) د/ عصام أحمد البهجى، الموسوعة القانونية لبورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص 755.

([4]) د/ زينب توفيق السيد عليوة، المستثمرون الأجانب فى البورصة المصرية، المرجع السابق، صـ475.

يرتبها تنفيذ تلك الأوامر وما يمكن أن تحدثه من آثار. فإذا كان السمسار يلتزم دائما بالتصرف على النحو الذى يحقق مصلحة عميله، فانه يتعين عليه أن يأخذ فى الاعتبار مصلحة الشركات التى يتم التداول على أوراقها المالية. ويظهر ذلك بوضوح عندما يقوم السماسرة بدور صانع السوق، الذى يعمل على استقرار الأسعار والحد من تقلباتها العشوائية. وهو الأمر الذى يتحقق عندما يتدخل كمشترى حال حدوث هبوط فى الأسعار، أو كبائع عند صعود تلك الأسعار بصورة مبالغ فيها أو عندما لا يكون لهذا الصعود ما يبرره. وإذا كان هذا الدور قد سمحت به التشريعات الأجنبية منذ سنوات بعيدة (كالتشريع الفرنسى، الانجليزى والأمريكى([1]))، إلا أن المشرع المصرى لم يقره الا مؤخرا بموجب القرار الوزارى رقم 293 لسنة 2007. ولاشك أن هذا الإقرار يمثل خطوة أساسية فى تطوير سوق رأس المال من ناحية، وفى ثبات الأسعار واستقرارها من ناحية أخرى. بعبارة أخرى إن هذا الإقرار يعد وبحق وسيلة للتغلب على الممارسات غير المشروعة التى قد يقدم عليها محترفى التلاعب فى الأسواق، والتى قد تدفع، فى أحيان كثيرة، محدودى الخبرة فى مجال الاستثمار فى الأوراق المالية إلى الإضرار بالشركات التى يجرى التعامل على أوراقها. فالإضافة التى أحدثها هذا القرار الوزارى تساعد الشركات المقيدة بسوق رأس المال على تنفيذ سياستها، طالما أنها تقيها من التقلبات المفاجئة من

([1]) راجع فى هذا الصدد،

GARBADE K. : Securities markets, McGraw – Hill Book Company, 1982, p.447 ; KNIGHT J.-R. : The management of conflicts of interest in multi-functions securities market, C.O.B, acts de conference, Paris, 1986, tome I, p.235 et s ; GOODHART Ch. : structural changes in the British Capital Markets, in the Operation and Regulation of Financial Markets, Association With the Money Study Group, p.31 et s ; BERNARD J.-F. : Capital markets, M.Macmillan, 1991, p.44 et s ; RUTTERFORD J. : Introduction to stock, op.cit, p.13, FRANCIS J.-C.: Management of investments, op.cit, p.88 et s ; DE VAUPLANE H. : Monopole des sociétés de bourse et contre-partie obligatoire, Revue de droit bancaire et de la bourse, n° 27, sept-oct, 1991, p.192 et s ; DE VAUPLANE H.& BORNET J.-P. : Droit de la bourse, Litec, 1998, n° 95, p. 87 et s.

ناحيـة، وتحـافظ علـى تحقيـق التـوازن فـى أسـعار أوراقهـا المتداولـة مـن ناحيـة أخرى([1]). مع هذا فان قيام السماسرة بهذا الدور يقتضـى أن يتـوافر لـديهم أقسـام للتحليل المالى والملاءة المالية. هذا فضلا عن توافر الخبرة الفنية اللازمة للقيـام بعمليات التدخل السريع وفـى الوقت الملائم للتحكم فـى الارتفـاع أو الانخفـاض غيـر المبـرر أو المبـالغ فيـه. فالتـدخل السـريع يسـاعد بـدون شـك علـى اسـتقرار الأسـعار، وهـو الأمـر الـذى يتحقـق مـن خـلال امـتلاك مجموعـة مـن الأسـهم والسندات التى يجرى عليها التعامل([2]). كذلك فـإن قيـام شـركات السمسـرة بهـذا الدور يوجب عليها، لعدم الإضرار بمصالح العملاء، أن تراعى الضوابط الآتية : 1- الالتزام بمبدأ المعاملـة العادلـة. 2- الالتـزام بالإفصـاح الكامـل عـن الصـفقة محل التعامل. 3- مراعاة الحرص والعناية اللازمة عند القيام بعقد الصفقات.

كمـا أنـه بعيـدا عـن هـذا الـدور، يسـاهم سماسـرة الأوراق الماليـة فـى ضـبط قواعد الحوكمة عندما يتبين لهم أن تنفيذ الأوامر الصـادرة من العملاء تضر بهـم أو بالشركة التى يجرى التعامـل علـى أوراقهـا الماليـة. فقد يتبـين للسمسـار، مـن واقـع خبرتـه أو نتيجـة لتغير حالـة السـوق، أن تنفيـذ أوامـر العميـل سـيؤدى إلـى الإضـرار بـه أو بالشـركة. فعندئـذ يجـوز للسمسـار الخـروج علـى حـدود تلـك الأوامر والتصرف على النحو الذى يحقق مصلحة عميله والشركة التـى يجـرى التعامل على أوراقها، مع التزامه بإخطار العميل بهذا الخـروج وبمـا قـام بـه مـن تصرفات([3]). فالسمسار لا ينفذ إذن أوامر العمـلاء بطريقـة عميـاء، وإنمـا يتعـين

([1]) د/ منير إبراهيم هندى، متى يظهر صناع السوق، مجلة البورصة المصرية، العدد 58، 1998/6/22، صـ14 وما بعدها.

([2]) د/ محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق الماليـة، المرجع السـابق، صــ300، حيث يقرر أن دور صـانعى السوق يتحقق من حلال تكوينهم لمحـافظ ماليـة، يقومـون باستثمار جزء من السيولة الفائضـة لديهم وتوجيهها نحـو الأسـواق الماليـة، يستطيعون من خلالها القيام بعمليات الشراء والبيع فى السوق حسب واقع الحال فيه. فيقومون ببيـع جزء من تلك المحفظة عندما ينخفض المعروض من الأوراق المالية وترتفـع الأسـعار، أو الشراء عندما يزيد المعروض وتنخفض الأسـعار، لاسيما عنـدما يكـون الانخفـاض دون مستوى القيم الدفترية لتلك الأوراق".

([3]) لمزيد من التفصيل عن كيفية قيـام سماسـرة الأوراق الماليـة بتنفيذ أوامـر البيـع والشـراء داخل البورصة، راجع د/ عبد الهادى مقبل، بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق ، صـ240 ؛ د/ أحمد بركات مصطفى، سوق الأوراق المالية، المرجع السابق، صـ8 ومـا بعدها ؛ د/ زينب توفيق السيد عليوة، المستثمرون الأجانب فـى البورصـة المصـرية، المرجع السابق، صـ467.

عليه أن يبصر عميله بالإضرار التى يمكن أن تلحق بـه أو بالشركة من جراء تنفيذ هذه الأوامر. ولاشك أن هذا التبصير يلعب دورا مؤثرا فى استقرار أسعار الأوراق المالية بالأسواق، أو على العكس الإضرار بمصالح الشركات التـى يتم التعامل على أوراقها المالية.

وأخيرا فإن جوهر العلاقة الوثيقة بين الحوكمة وبين دور السماسرة تؤكدها العناية التى يجب أن يوليها هؤلاء السماسرة عند تنفيذهم للأوامر التى يصدرها العمـلاء. فـإذا كانـت العنايـة التـى يوجبهـا عقد الوكالـة بصـفة عامـة هـى عنايـة الرجل المعتاد([1])، فإن العناية التى يتعين أن يبذلها سمسـار الأوراق الماليـة هـى عناية الرجل الحريص أو اليقظ، وأساس هذا التغيير هو أن البيـع أو الشـراء فـى مجال الأوراق المالية يلزم السمسار بتحقيق نتيجـة معينـة وفقاً لمـا أراده العميـل وفـى حـدود التعليمـات الصـادرة([2]). فـإذا كانـت المـادة 704 مـن القـانون المـدنى توجب على الوكيل أن يبذل فى أدائه لمهمته عنايـة الرجل المعتـاد، فـإن الأمـر لا يستقيم فى مجـال الأوراق الماليـة، إذ يقتضـى احتـراف واحتكـار السماسـرة لهـذا المجال القيام بهذه الأعمال بقدر من الحـرص واليقظـة نتيجـة لالتزامهم بتحقيـق

([1]) وهذه العناية هى أيضاً القاعدة العامة التى وضعها المشرع فى مجال إدارة الشركات. فإذا كان المشرع المصرى قد استلزم توافر شروط معينـة مـن الخبـرة والكفـاءة والتميز فيمن يتولى إدارة الشركة أو يعين بمجلس إدارتـها، فإنـه جعـل مـن التـزام رجـل الإدارة وفقاً لمعيار الرجل المعتاد. وهو نفس المعيار الذى اعتنقتـه معظـم التشـريعات الأجنبيـة. فلقد اعتنقه المشرع الأمريكى فى الحكم على مشكلة التقصير فـى أداء العمـل مـن جانـب إدارة الشـركة. فـإذا كـان المشـرع الأمريكـى قـد أوجـب تقييم مـدى قيـام إدارة الشـركة بواجباتها على أكمل وجه ممكن، فإنه أخضع هذا التقييم لمعيار الرجـل المعتـاد. صـحيح أن المحـاكم الأمريكيـة لهـا تقـدير مختلـف ونظـرة متميـزة عنـد تقييمهـا لقـرارات إدارة الشركة أو مجلس الإدارة. مع هذا فإن تلك النظرة تدور حول معيار الرجل المعتـاد مـن ناحية، وسوء النتيجة التى يؤدى إليها القرار محل التقييم من ناحية أخرى. فتقدير قـرار مجلس الإدارة لا يثور إلا عندما يكون مصيره الفشل. فسوء النتيجـة هـو الـذى يظهـر أو يدعو إلى النظر فى تقدير القـرار الصـادر. مـع هـذا فـإن تلـك الطريقـة تعـد غيـر عادلـة، نظراً لعدم معرفة متخذ القرار بنتيجة قراره مسبقاً. لذلك «ابتدعت المحاكم الأمريكية ما يسمى بقاعدة التقييم التجارى، وحاصلها أن مجلس الإدارة ملتـزم بـأن يتخـذ القـرار دون أن يكـون لـه مصـلحة شخصـية وبعـد حصـوله علـى المعلومـات اللازمـة الكافيـة. أمـا مضمون القرار فيعد مـن صـلاحيات تقيـيم الجانـب التجـارى للعمـل، وهـو مـا يسـتقل بـه مجلـس الإدارة دون تقيـيم مـن المحكمـة (د/المعتصـم بـالله الغريـانى، حوكمـة شـركات المساهمة، المرجع السابق، ص 178)».

([2]) د/ محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، صـ273.

نتيجة محددة تغير من طبيعة الالتزام المفروض على عاتق الوكلاء من بذل عناية إلى التزام بتحقيق نتيجة([1]).

وفى سبيل تحقيق هذه النتيجة، حظرت المادة 90 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م على شركات السمسرة إتباع أى سياسة أو إجراء عمليات يكون من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم، كأن تبرم صفقة بالمخالفة لما صدر إليها من تعليمات أو أن تتعمد إعطاء بيانات غير صحيحة عن عملية أراد أحد العملاء الإقدام على إبرامها بهدف الإضرار به.

كذلك أكدت على هذه العناية المادة 92 من اللائحة التنفيذية ذاتها، وذلك بنصها على أن «يكون تنفيذ أوامر بيع وشراء الأوراق المالية بما فى ذلك العمليات التى تقوم بها شركات السمسرة طبقاً للأوامر الصادرة إليها من طرفيها فى المكان والمواعيد التى تحددها إدارة البورصة، ويجب عرض هذه الأوامر بطريقة تكفل العلانية والبيانات اللازمة للتعريف بالعملية وفقاً للقواعد التى تقررها إدارة البورصة وتعتمدها الهيئة([2])».

([1]) على عكس ذلك، راجع د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص161، إذ يقرر بأنه «إذا كان التصرف القانونى محل الوكالة – وهو هنا البيع أو الشراء لأوراق مالية – يتضمن التزاماً بتحقيق نتيجة، إلا أن التوكيل فى أى تصرف، ولو كان يتضمن التزاماً بتحقيق نتيجة شئ فى جانب الوكيل التزاماً بالقيام بهذا التصرف بقدر معين من اليقظة، ويكون دائماً التزاماً ببذل عناية». فوفقاً لهذا الاتجاه، يعد التزام شركات السمسرة التزام ببذل عناية وليس بتحقيق نتيجة. هذا ما يستشف من نص المادة 214 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال. فبعد أن تبنت ضرورة التزام تلك الشركات بمزاولة النشاط المرخص به وفقاً لأحكام القانون واللائحة والقرارات الصادرة تنفيذاً لهما والشروط والضوابط الصادر على أساسها الترخيص، أبرزت أن هذا الالتزام الذى يتعين أن تراعى فيه الأعراف التجارية ومبادئ الأمانة والعدالة والمساواة والحرص على مصالح عملائها هو التزام ببذل عناية الرجل الحريص. ولا يختلف الأمر كثيراً فى القانون الفرنسى، حيث يظل التزام الوسيط المالى التزاماً ببذل عناية.

([2]) راجع كذلك المادة 266 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، حيث قررت التزام شركة السمسرة بتنفيذ أوامر عملائها فى الحدود الصادرة بها، ولا يجوز لها أن تتجاوز هذه الحدود عند بيع أو شراء الأوراق المالية، ويحظر عليها تنفيذ العمليات بأسعار أو بكميات تتجاوز أوامر العملاء بالزيادة أو النقصان. كما لا يجوز للشركة أن تحجم عمداً عن عرض أو طلب الأوراق المالية بيعاً أو شراءً من أجل تحريك أسعارها

وأخيراً قررت المادة 96 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992م جزاءً على عدم تحقق النتيجة التى أرادها العميل، بنصها على أنه إذا نفذت شركة السمسرة عملية على خلاف أوامر العميل، وذلك ببيعها لورقة مالية بأقل من السعر الذى حدده العميل، أو بيعها لورقة مالية غير جائز تداولها قانوناً أو محجوز عليها، فإنها تلتزم بتسليم العميل ورقة أخرى خلال أسبوع من تاريخ مطالبة العميل لها، وإلا وجب عليها تعويض العميل، وذلك دون إخلال بحق الشركة فى الرجوع على المتسبب بالتعويض([1]).

أو أن تتفق مع أى طرف على القيام بعمليات توحى بوجود عرض أو طلب على هذه الأوراق (مادة 268 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال).

([1]) ويرجع أساس هذا الجزاء إلى التأكيد الذى قررته المادة 261 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992 بفرضها على شركات السمسرة أن تتأكد من مطابقة العمليات التى تجريها لأحكام القانون والقرارات المنفذة له، خاصة فيما يتعلق بشخصية العميل وسند ملكيته للورقة المالية. فلقد ألزم المشرع شركات السمسرة بالتأكد من وجود الورقة المالية فعلياً فى حيازة بائعها أو أن تكون مودعة لصالحه فى نظام الحفظ المركزى. ولهذا السبب لم يوقف المشرع التزام الشركة عند هذا الحد بل أنه بسط هذا الالتزام إلى التحقق من أن التعامل يتم على ورقة مالية سليمة وجائز تداولها قانوناً وغير محجوز عليها. فقد تكون الورقة المالية سليمة، ولكن غير جائز تداولها قانوناً، كأن يمنع المشرع التعامل على بعض أنواع من الأسهم خلال فترة معينة (لمزيد من التفصيل، راجع د/صالح راشد الحمرانى، دور شركات السمسرة، المرجع السابق، ص 461 وما بعدها). يضاف إلى ذلك أن المشرع قد ألزم شركات السمسرة بضمان سلامة العملية التى تقوم بها. هذا ما يبرزه نص المادة 262 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، حيث تقرر أنه (.... وفى جميع الأحوال تكون الشركة ضامنة فى أموالها الخاصة لسداد ثمن الأوراق المالية التى قامت بشرائها لحساب عملائها إذ تبين عند المطالبة به أن العميل لم يقم بتسديد ثمن الشراء). فوفقاً لهذا النص يتضح أن المشرع ألزم السماسرة بضمان صحة العملية التى يجرونها من حيث الانعقاد أو التنفيذ. ولعل هذا الالتزام هو ما ذهب إليه أيضاً المشرع الفرنسى، حيث تلزم المادة الثالثة من قانون 22 يناير 1988م المتعلق ببورصات الأوراق المالية شركة البورصة، فى مواجهة العملاء، بتسليم الأوراق المالية التى تشتريها لحسابهم والوفاء بثمن الأوراق التى تبيعها لحسابهم. فدور هذه الشركات لا يقتصر إذن على إتمام العمليات التى توسطت فى إبرامها بيعاً أم شراءً، وإنما يمتد إلى تنفيذ الالتزامات التى تقع على الطرف الآخر فى العملية، فهى تضمن إذن تنفيذ هذا الأخير لالتزاماته التى يولدها عقد البيع، سواء بصفته بائعاً أم مشترياً (راجع نص المادة الثالثة من القانون الصادر فى 22 يناير 1988م، حيث تقرر أن:

Les Sociétés de bourse sont responsables à l'égard de leur donneurs d'ordres de la livraison et du paiement de ce qu'ils vendent et achetent sur le marché).

خلاصة القول إذن أن المشرع المصرى قدر دوراً فاعلاً لشركات السمسرة فى التحكم فى التعاملات التى تتم فى بورصة الأوراق المالية[1]،

مع هذا يذهب البعض إلى القول بأن شركة السمسرة لا تضمن سوى صحة انعقاد العملية. فضمان سلامة العملية قاصر فقط على ضمان الانعقاد دون التنفيذ. فشركة السمسرة باعتبارها وكيلاً بالعمولة لا تضمن تنفيذ العقد فى مواجهة عمليها إلا إذا كانت ضامنة لهذا التنفيذ (د/ عصام أحمد البهجى، الموسوعة القانونية، المرجع السابق، صـ760). فوفقاً للقواعد العامة فى عقد الوكالة بالعمولة تقتصر مسئولية الوكيل على حسن اختيار الغير المتعامل أو المتعاقد معه، ولا تمتد إلى ضمان تنفيذ العقد مع الغير. فإذا كان الوكيل مفوضاً بالبيع، فإنه لا يضمن وفاء الغير بالثمن إذا تبين بعد ذلك إعساره أو عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته. ففى هذه الحالة لا تثور مسئولية الوكيل إلا إذا ثبت تقصيره أو وقوع خطأ منه، كأن يكون إعسار الغير أو عدم مقدرته على الوفاء ذائعا ومعروفاً. ونفس الأمر إذا كان موكلاً بالشراء فلا يضمن قيام البائع بتسليم البضاعة، طالما لم يرتكب الوكيل أى خطأ. ولا يخرج عن هذه القاعدة سوى الحالة التى يضمن فيها الوكيل لموكله تنفيذ العقد الذى يبرمه أو أن يقضى العرف بهذا الضمان. فالضمان يمثل إذا استثناءاً على الأصل العام، لهذا يجب أن يرد فى العقد أو أن يقضى به العرف. فإذا تضمن العقد شرط الضمان أصبح الوكيل بالعمولة ملتزماً بضمان تنفيذ العقد من جانب الغير. فإذا تراجع الأخير عن الصفقة أو امتنع عن الوفاء بالتزاماته، تحمل الوكيل المسئولية حتى فى الأحوال التى يتعذر فيها على الغير تنفيذ التزاماته بسبب لا دخل لإرادته فيه كالقوة القاهرة، على أساس أن شرط الضمان يهدف إلى منح الموكل أكبر قدر من الطمأنينة إلى تنفيذ العقد مهما كانت الأسباب. أيضاً يُعد الوكيل بالعمولة مسئولاً عن تنفيذ الغير لالتزاماته حتى ولو لم يتضمن عقد الوكالة شرط الضمان، وذلك فى الأحوال التى يمنح فيها الوكيل الغير المتعاقد أو المتعامل معه مهلة للوفاء بالتزاماته فى حالات يحظر عليه السماح بذلك حسبما تقضى تعليمات الموكل. ففى هذه الأحوال يعد الوكيل بالعمولة مسئولاً فى مواجهة الموكل عن هذه الأفعال حتى ولو لم يكن المنع صريحاً، طالما أن ظروف تعامل الموكل مع وكيله أو العرف الجارى لا ترخص له بالقيام بمثل هذا العمل. وهو الأمر الذى يسرى على شركات السمسرة فى الأوراق المالية، لاسيما وأن المشرع نص فى المادة 96 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على التزام شركة السمسرة التى نفذت عملية على خلاف أوامر العميل أو على ورقة مالية غير جائز تداولها قانوناً أو محجوزاً عليها بتسليم ورقة أخرى خلال أسبوع (.....). فى الواقع إن هذا الرأى يخالف ما قرره المشرع فى المادة 18 من قانون سوق رأس المال، والتى تلزم شركات السمسرة بضمان سلامة العملية، ضمانا قانونيا بتحقيق نتيجة ما، سواء بتوفير الورقة المالية أو الثمن من جانب المشترى. ومن ثم إذا حدث إخلال من أى جانب، تحملت الشركة شراء الورقة المالية على حسابها لتوفيرها للمشترى، أو العكس دفع قيمتها بدلا من المشترى لتوفير القيمة للبائع، وهى الحالة الغالبة.

(1) وهو نفس الأمر الذى قرره المشرع الفرنسى بمقتضى القانون الصادر فى 22 يناير 1988م، حيث احتفظ لشركات البورصة بالاحتكار القانونى الذى خوله مرسوم 30

تحكمـا مـن شـأنه المسـاعدة علـى اسـتقرار الأسـعار وثباتهـا مـن ناحيـة، وعـدم الإضرار بالشركات التى يجرى التعامل على أوراقها المالية من ناحية أخرى. فشركات السمسرة تضمن سلامة العمليات التى تتم بواسطتها، لما تتمتع به من خبـرة وكفـاءة فـى شـئون الأوراق الماليـة. فكـأن المشـرع لـم يقـرر ميـزة لهـذه الشـركات بقـدر مـا أراد ضـمان سـلامة العمليـات التـى تـتم فـى سـوق الأوراق الماليـة، وذلـك باعتبارهـا مسـئولة مسئولية كاملـة عـن صـحة وسـلامة تلـك العمليـات. وللتيسـير علـى تلـك الشـركات، فـى أداء الـدور المنـوط بهـا، وضـع المشرع المصرى مجموعة من الأسس التـى تكفل نجاح العمليـات التـى تـتم فـى سـوق رأس المـال، وتضـمن للشـركات التـى يجـرى التعامـل علـى أوراقهـا الاسـتقرار وتحميهـا مـن التلاعـب. فحفاظـاً علـى المصـالح العديـدة التـى أراد المشرع تحقيقها من وراء هذا التداول، وضع الأسس والضوابط التى تقف أمام أى تلاعب قد يحدث من السماسرة عند تداول الأوراق الماليـة أو تقدير قيمتهـا. هذا ما تبرزه بوضوح المادتين 93، 94 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المـال، والمـادة 21 مـن القـانون ذاتـه([1]). فلقـد ألزمـت المـادة 94 مـن اللائحـة

أكتوبر 1961 لسماسرة الأوراق المالية الرسميون. هذا ما تبرزه بوضوح المادة الأولى من هذا القانون بنصها فى الفقرة الأولى على أنه:

Les sociétés de bourse sont seules chargées de la négociation de valeurs mobilières admises aux néociations par le conseil des bourses de valeur.

مع هذا فإن المشرع الفرنسـى سمح للأشخاص الطبيعية بـإبرام عمليات علـى الأوراق الماليـة دون وسـاطة أو تـدخل مـن شـركات البورصـة. فـإذا كـان المشـرع المصـرى لا يعطى الحق لذوى الشأن فـى إبـرام الصـفقات دون تـدخل مـن سماسـرة الأوراق الماليـة، فـإن المشـرع الفرنسـى قد سمح لهم بـإبرام عمليات التداول علـى الأوراق الماليـة دون تدخل أو توسط لشركات البورصة.

(MAZET G. & FORSCHBACH Th. : Le monopole des sociétés de bourse en matière d'opérations sur valeurs mobilières apprès la loi du 22 janvier 1988, Revue de droit bancaire et de la bourse, n° 14, Juillet-août, 1989, p.123 et s).

راجع كذلك، د/عبد الفضيل محمد أحمد، بورصـات الأوراق الماليـة، المرجـع السـابق، بند 180 وما بعدها، ص 179 وما بعدها).

([1]) راجع كذلك قرار وزير الاستثمار رقم 12 لسنة 2007 بتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المـال، حيث تقرر المـادة 327 أن مـن بين أهداف الأحكـام التـى قررهـا المشـرع فـى هـذا البـاب : (د) حظـر التلاعـب فـى أسـعار أسـهم الشـركة

التنفيذيـة للقـانون إدارة البورصـة بوضـع نظـم العمـل والقواعد التـى مـن شـأنها ضـمان سـلامة عمليـات التـداول وحسـن أداء البورصـة لوظائفهـا. كمـا فرضـت عليها الالتزام بضرورة تشكيل لجنـة لمراقبـة عمليـات التداول اليـومى والتحقق من تطبيق القوانين والقرارات وحل الخلافات التى قد تنشأ عن هذه العمليات.

أما المادة 93 من اللائحة التنفيذيـة فقد ألزمـت الهيئـة العامـة لسـوق المـال بـأن تقـوم بمراقبـة سـوق التـداول والتأكـد مـن أن التعامـل يـتم علـى أوراق ماليـة سليمة، والتأكد من أن عقد العمليـات بالبورصـة غير مشـوب بـالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية([1]).

وإذا ظهر لإدارة البورصة وجود تلاعب فـى التعامل أو أن هنـاك تلاعبـاً قد يحدث، فقد أجازت المادة 21 من قـانون سـوق رأس المـال لـرئيس البورصـة أن يصدر قراراً بوقف عروض وطلبات التداول التـى ترمـى إلـى التلاعـب. كمـا يحق له إلغاء العمليات التى تعقد بالمخالفة لأحكـام القـوانين واللـوائح والقرارات الصـادرة تنفيذاً لها أو العمليات التى تتم بسـعر لا مبـرر لـه. هـذا فضـلاً عـن حقـه فـى وقـف التعامـل علـى أى ورقـة ماليـة يكـون مـن شـأن التعامـل بهـا الإضـرار بالسوق أو بالمتعاملين فيه. كذلك تعطى هذه المـادة تلك السلطات لـرئيس الهيئـة العامة لسوق رأس المال باعتباره رئيساً للجهة الرئاسية للبورصة، بنصـها علـى أنه «لرئيس الهيئة أن يتخذ فى الوقت المناسب أياً من الإجراءات السابقة».

كذلك إذا طرأت ظروف خطيرة على التعامل بالبورصـة، أعطـى القـانون لـرئيس الهيئـة العامـة لسـوق رأس المـال الحـق فـى إصـدار قـراراً يعـين بـه حـداً أعلـى وحـداً أدنـى لأسـعار الأوراق الماليـة بأسـعار القفـل فـى اليـوم السـابق علـى القرار([2]). وتفرض هذه الأسـعار علـى المتعاقـدين فـى جميـع بورصـات الأوراق

المسـتهدفة بـالعرض، وتلافـى اضـطراب السـوق وتعـارض المصـالح واسـتغلال المعلومات الداخلية. (هـ) مراعاة مصالح الشركة المستهدفة بـالعرض، وعدم المساس بأعمالها ومباشرة أنشطتها.

([1]) مـع هذا يـذهب الـبعض وبحق إلـى القـول بـأن إدارة السوق لا يمكنهـا أن تحكـم وحـدها ضبط هذه العمليات، وإنما يتعين تعاون جميع الأطـراف مـن أجل الوصـول إلـى تحقيـق هذا الهدف. هذا وان كان الأمر لا يقتصر على البورصـات المحلية، وإنمـا يشـمل أيضـا البورصات العالمية، الأمر الذى يقتضى تعاونا دوليـا، ولـيس محليـا فقط، مـن أجـل هـذه السلامة وضمان صحة العمليات التى تتم.

(VIADIER A. : Sécurité et transparence, art.préc, 3420).

([2]) راجع المادة 22 من قانون سوق رأس المال.

المالية. مع هذا يتعين على رئيس الهيئة، فى هذه الحالة، أن يبلغ القرار الذى اتخذه فوراً إلى الوزير المختص، لاتخاذ ما يراه مناسباً فى هذا الشأن، إما تأييد القرار، أو وقف تنفيذه وتحديد الطريقة التى يتم على أساسها تعيين الأسعار ومراقبة الأعمال فى البورصة. هذا وللوزير من تلقاء نفسه أن يصدر قراراً بما يتعين اتخاذه من إجراءات لمواجهة الظروف الخطيرة التى يتعرض لها التعامل بالبورصة. ففى مثل هذه الظروف، أعطت المادة 22 فى فقرتها الأخيرة للوزير الحق فى التدخل، ودون انتظار لما يتخذه رئيس الهيئة العامة لسوق رأس المال من قرارات، لمواجهتها وإصدار ما يراه مناسباً بشأنها.

فما يلعبه عنصر الوقت من دور وما يمثله من أهمية فى القرارات المتعلقة بسوق الأوراق المالية، خاصة تلك المنظمة لعمل هذه الأسواق ومواجهة الظروف الخطيرة التى تتعرض لها، أعطى المشرع للوزير المختص التدخل من تلقاء نفسه ودون انتظار لرد فعل الهيئة لإصدار ما يلزم من قرارات وما يتعين اتخاذه من إجراءات. وهو الأمر الذى أكدت عليه القواعد الدولية المنظمة لهذه الأسواق، بإلقائها الضوء على ضرورة اهتمام القائمين على أسواق رأس المال بعنصرى الوقت والردع فيما يتم اتخاذه من إجراءات لمواجهة التلاعب والممارسات غير المشروعة والظروف الخطيرة التى تتعرض لها تلك الأسواق([1]). فسرعة التدخل تساعد إلى حد كبير فى التغلب على هذه الظروف ومواجهة هذا التلاعب، فضلاً عما تلعبه من دور فى حماية أموال المستثمرين فى هذا المجال، وهو الأمر الذى يؤثر بصورة مباشرة على استقرار وضع الشركات التى يجرى التعامل على أوراقها ([2]).

المطلب الثانى
مساهمة سماسرة الأوراق المالية فى ضبط قواعد الحوكمة من خلال تحليل المعلومات وإيضاحها

([1]) International organization of Securities Commissions, objectives and principles of securities Regulation, www.iosco.org, mai 2003, P.15.

([2]) د/ عماد صالح سلام، إدارة الأزمات فى بورصات الأوراق المالية، المرجع السابق، ص460.

فـى الحقيقيـة لا يسـتطيع المسـتثمر العـادى فهـم المعلومـات المعلـن عنهـا وتحليلهـا، ومـن ثـم اتخـاذ القـرار المناسـب بشـأنها([1]). ومـن هنـا يـأتى دور السماسرة فى تحليل هذه المعلومات وإيضاحها للمستثمر ومسـاعدته علـى اتخـاذ القرارات التى تتناسب مع مقدرته المالية واحتياجاته الحقيقية للتعامـل فـى مجـال الأوراق الماليـة([2]). ولا جدال أن الـدور الـذى تلعبـه شـركات السمسـرة فـى هـذا التحليـل والإيضـاح يسـاعد إلـى حـد مـا علـى اسـتقرار سـوق الأوراق الماليـة ونموهـا. فعلـى الـرغم مـن أهميـة المعلومـات واعتبارهـا مطلبـاً ضـرورياً لثبـات سوق الأوراق المالية، إلا أن الأمر لا يكتمل إلا بالفهم الصحيح والتحليل الـدقيق لهـذه المعلومـات. فاسـتقرار سـوق الأوراق الماليـة لا يتوقـف عنـد حـد إعـلان وإيضـاح الشـركات المتعاملـة عـن المعلومـات والبيانـات الخاصـة بهـا، وإنمـا يسـتلزم الأمـر ضـرورة فهـم المغـزى الحقيقـى لهـا حتـى يمكـن اتخـاذ القـرار المناسب بشأنها.

([1]) هذا ما تؤكده الدراسات التـى أجريت لتحليل أداء البورصـة المصـرية فى عـام 2000، بتقريرهـا أن مـن بـين العوامـل التـى تـؤثر فـى أداء سـوق المـال المصـرية يـأتى العامـل النفسـى للمسـتثمرين، وذلـك «نتيجـة لعـدم الـوعى الكـافى للمسـتثمر أو إتبـاع سياسـة اسـتثمارية مماثلـة للمسـتثمر الأجنبـى (سياسـة القطيـع)، التقريـر السـنوى للبورصـة، المرجع السابق، صـ88)».

([2]) هـذا وإن كـان الـبعض يـرى أن دور الإعـلام فـى التوعيـة والتحليـل لا يقـل عـن دور الوسـطاء فـى هـذا الشـأن. فـإذا كـان هنـاك فـارق بـين المعلومـة والمعرفـة، فإنـه يتعـين الاهتمام بتوعية المستثمرين وتنمية المعرفة لديهم حتى تتوافر لهم القدرة علـى اسـتخدام المعلومات المتوفرة الاستخدام الأمثل. ولا شك أن أساليب التوعيـة والتثقيـف تتنـوع بـين برامج للتوعية وتوزيع للكتيبات وعرض لأشرطة الفيديو ونشر للمجلات المتخصصـة، هذا فضلاً عن توفير خدمة توفير المعلومات تليفونياً أو إلكترونياً. فكل هذه السبل تهدف إلـى إتاحـة الفرصـة أمـام المستثمر لاتخـاذ قراره بصـورة موضـوعية دون أى تـأثير أو توجيـه، وهـو الأمـر الـذى ينعكس بالإيجـاب علـى سـوق الأوراق الماليـة ويسـاعد علـى استقرارها

(**MOUSOULAS. S.:** autorégulations, déontologie professionelle et éducation de l'investisseur, Bourse et produits financiers, mai-juin 1998, p. 217;

PINATTIN J. -P.: La France souffre d'un manqué de culture financière, Revue Banque, décembre 1997, n° 587).

من الواضح أن دور شركات السمسرة يتوقف عند حد تحليل البيانات وإيضاحها للمستثمر، ولا يمتد إلى إملاء قرار معين على المستثمر بشأنها([1]). مع هذا فإن قيام شركات السمسرة بهذا الدور والمساهمة من خلاله فى استقرار سوق الأوراق المالية وضبط قواعد الحوكمة يتوقف على صحة ودقة البيانات والمعلومات المعلن عنها من ناحية، وصرامة الجزاء الذى يوقع على تلك الشركات عند الإخلال بالتزاماتها من ناحية أخرى. وعليه يتعين علينا التعرض بالدراسة لدور البيانات والمعلومات المعلنة فى مهمة التحليل والإيضاح (**الفرع الأول**)، وأثر الجزاء فى منع التلاعب بالعملاء (**الفرع الثانى**).

الفرع الأول
صحة ودقة المعلومات

من الطبيعى أن يؤدى نقص المعلومات أو عدم دقتها إلى عدم مقدرة شركات السمسرة على أداء دورها فى تحليلها وإيضاحها للمستثمرين فى مجال الأوراق المالية، وهو الأمر الذى يمثل عقبة أساسية أمام ازدهار التعامل فى هذا المجال، لما يؤدى إليه من عزوف عدد غير قليل من هؤلاء المستثمرون عن توجيه مدخراتهم إلى سوق الأوراق المالية. فصحة ودقة المعلومات المعلن عنها تمثل دعامة أساسية فى ازدهار التعامل فى مجال الأوراق المالية([2])، باعتبارها تعبيرا حقيقيا عن حجم التعامل وتوضيحا بارزا لتطور الأداء وانعكاسا ظاهرا لمقدرة الشركة وأسعار أوراقها المالية([3]).

([1]) **MOUSOULAS. S.:** autorégulations, déontologie, art. préc, p.218.

([2]) DANG-TRAN M.-Ch. : Le contrôle de l'information financière, art.préc, p.17 où elle décide que "une information financière de qualité, sur laquelle repose la confiance des investisseurs, constitue la base de bon fonctionnement d'un marché boursier".

([3]) هذا ما تبرزه بوضوح المادة 224 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال بتقريرها التزام الشركة «بالتحقق من صحة ودقة البيانات والمعلومات التى يتضمنها الإعلان الذى تقوم به ومراعاة عدم تكرار الإعلان دون التأكد من أن المعلومات الواردة به لا تزال صحيحة فى كل مرة يتم فيها نشر الإعلان أو إذاعته أو القيام به على أى نحو آخر. وعلى الشركة بصفة خاصة أن تتحقق من

فضـبط سـوق الأوراق الماليـة يتوقـف إذن علـى الارتقـاء بمسـتوى المعلومات والبيانات المفصح عنها من الشركات المسجلة بتلك السوق([1]). كما يتوقف على دقة التحليل لتلك البيانات، لما تسمح به للعميل من الوقوف على المؤشر الحقيقى لأداء الشركات وحجم حصتها فى السوق والنمو المحتمل والمخاطر التى قد تتعرض لها([2]).

من الواضح أن الإفصاح الدقيق عن المعلومات والبيانات يعد عاملاً أساسياً فى مساعدة شركات السمسرة على القيام بدورها فى التحليل والإيضاح، كما أنه يمثل أحد الأهداف التى تسعى الجهات الرقابية إلى تحقيقها والتأكد من قيام الشركات المصدرة للأوراق المالية بمراعاتها. فمن أهم أهداف «الجهات الرقابية فيما يتعلق بالشركات المصدرة هو التأكد من قيامها بعمليات إفصاح كاملة وعادلة لجميع البيانات والمعلومات الهامة عن نتائج أعمالها ومركزها المالى ويتم إعداد هذه البيانات والقوائم وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية وتساعد هذه المعلومات جميع المستثمرين فى الحصول على معاملة متساوية واتخاذ قرارات قائمة على معلومات كافية([3])».

بيد أن هذا الدور لا يتوقف على الشركات المصدرة للأوراق المالية، وإنما يمتد إلى كل شركة من الشركات المرخص لها بمزاولة أى نشاط يتعلق بالأوراق المالية([4]). فلقد أعطى القانون للهيئة العامة لسوق رأس المال الحق

أسعار الأوراق المالية التى يرد ذكرها فى الإعلان وبيان ما إذا كانت أسعار إقفال أم أسعار تداول أم قيماً اسمية».

([1]) فالمعلومات التى تفصح عنها الشركة وتأتى من داخلها والتى تبرز بوضوح أصول الشركة وأرباحها المحققة والمتوقعة تختلف بدون شك عن المعلومات التى يمكن الحصول عليها من خارج الشركة والتى تتعلق بتحليل المتخصصين لأحوال السوق بشكل عام. لهذا يفرق البعض بين معلومات الشركة ومعلومات السوق (راجع فى هذا الخصوص، د/حسين فتحى، تعاملات المطلعين، المرجع السابق، ص 126).

([2]) PELTIER F.: Dévoir d'information de l'intermédiaire financier, Banque et droit n° 30, juilly – aôut, 1993, p 20 et s ; VEZIAN J. : Le droit à l'information des actionnaires, in l'information en droit privé, L.G.D.J., 1978, p.222 et s.

([3]) د/ سعيد رمضان عرفه، الرقابة على سوق رأس المال، المرجع السابق، ص118.

([4]) فواجب الإعلام والإفصاح لا يعد التزاماً على عاتق الشركات المصدرة للأوراق المالية فقط، وإنما أيضاً التزام على عاتق الوسطاء الماليين. فلقد أوجب القانون على الوسيط المالى أن يقوم بإعلام كافة العملاء والمعنيين بالعملية بكافة المعلومات المتعلقة بها.

فـى إجـراء تفتـيش دورى علـى الشـركات المـرخص لهـا بمزاولـة أى نشـاط مـن الأنشـطة المتعلقـة بمجـال الأوراق الماليـة، وذلـك للتأكـد مـن مـدى التـزام تلـك الشركات بأحكام القوانين واللوائح.

مع هذا وعلى الرغم من أهمية المعلومات والبيانـات المعلن عنهـا، إلا أن شـركات السمسـرة لا يمكنهـا الارتكـان إلـى نقـص تلـك البيانـات أو المعلومـات للـتملص مـن دورهـا فـى تقـديم خدمـة التحليـل والإيضـاح للمسـتثمرين غيـر المتخصصـين. فهـذا الـنقص لا يعـد ذريعـة يمكـن التعويـل عليهـا للتنصـل مـن الالتزام بالتحليل والإيضاح. صحيح أن ممارسة إدارة البورصـة والهيئـة العامـة

وهذا الالتزام يقوم به الوسيط المالى بصورة تلقائية ودون أى طلب من العميل. فبمجرد حصوله على معلومات تتعلق بإحدى العمليات التى تهم كل أو بعض عملائـه، يتعين عليه القيام بإعلامهم بها حتى يمكنهم اتخاذ القرار المناسب بشأنها. وهذا الإعلام يتم بأى صورة من خلال وسائل الإعلام السمعية أو البصرية، المكتوبة أو المرئية (د/ عبد الهادى مقبل، بورصة الوراق الماليـة، المرجع السابق، صـ266). ولقد قننت المـادة 221 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المـال رقم 95 لسنة 1992م هذا الالتزام بتقريرها بأنه يجب أن يتسم كل إعلان يصدر عن الشركة بالأمانـة والدقة وأن يتضمن جميـع البيانـات التـى يلـزم الإفصـاح عنهـا أو التـى تعتبـر ضـرورية بحسـب موضـوع الإعلان وطبيعة الجمهور الموجه إليه بما يتيح تفهم الإعلان وتقييم موضوعه، ويحظـر علـى الشركة حجب أى حقائق أو معلومـات جوهريـة علـى نحـو قد يـؤثر علـى سلامة اتخاذ عملائها أو أى من أفراد الجمهور الموجه إليـه الإعلان لقراراتهم، أو إحداث أى نوع من التضليل أو الالتباس لديهم. ولا يجوز أن يتضمن الإعلان أى تصـريح مبالغـا فيه أو ذى تأثير مضلل. ويقصد بـالإعلان التوجـه إلـى الجمهور بمـواد أو معلومـات يـتم نشرها أو تداولها علـى أى نحـو وفـى أيـة مناسبة من خـلال إحدى الوسـائل السمعية أو البصرية، المحلية أو الأجنبية، المكتوب منها أو المذاع أو المنقول بوسيلة إلكترونيـة أو بأيـة وسـيلة أخـرى، كمـا يقصـد بـالجمهور الأشـخاص غيـر المحـددين سلفاً والـذين لا تـربطهم بالشـركة أو بمـديريها أو العـاملين بهـا علاقـات سـابقة وممـن يتصـل بعلمهـم أى إعلان تقوم بـه الشـركة. كذلك ألـزم المشـرع الوسطاء المـاليين عند القيام بـالإعلام أو الإفصاح عدم إجراء أى نوع من التمييز أو التفرقة بين العملاء، سواء بصـورة مباشـرة أو غيـر مباشـرة. فيتعين علـى الوسطاء الالتزام بالحيدة والحـرص علـى مصـالح كافـة العمـلاء وتجنـب القيـام بـأى عمـل مـن شـأنه تقـديم مزايـا أو حـوافز للـبعض مـنهم دون الآخرين. هذا مـا تبـرزه بوضـوح المـادة 231 مـن اللائحـة التنفيذيـة لقـانون سـوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م بتقريرها «تلتـزم الشـركة فـى تعاملهـا مـع عملائهـا بمبـادئ الأمانة والحرص على مصـالحهم، وبالمساواة بـين مـن تتشـابه طبيعـة وأوضـاع تعـاملهم مع الشركة، وتجنب كل ما من شأنه تقديم مزايا أو حوافز أو معلومـات خاصـة لبعضـهم دون البعض، سواء بطريق مباشر أو غيـر مباشـر، كمـا يحظـر عليهـا القيـام بـأى عمـل يمكن أن يلحق الضرر بأى منهم».

للرقابة المالية لدورهما الرقابى يكشف عن أى قصور أو إهمال فى أداء الشركات المفصحة، مع هذا فإن إهمالهما فى أداء هذا الدور لا يعفى شركات السمسرة من مسئوليتها عند إخلالها بالالتزام بالتحليل والإيضاح. ولهذا أكدت القواعد الدولية المنظمة لعمليات التداول على أهمية تحليل المعلومات وإيضاحها كدعامة أساسية لعملية التداول، لما يلعبه هذا التحليل والإيضاح من دور فى تمكين المستثمرين من الاعتناء بمصالحهم([1])، فضلاً عن أهميته فى تقليل خطر التلاعب فى عمليات التداول والانتقاص من الممارسات غير المشروعة التى تقدم عليها بعض الشركات([2]).

الفرع الثانى

أثر الجزاء فى الحد من إخفاق شركات السمسرة فى تحليل البيانات وإيضاحها

إذا كانت إدارة البورصة تعد خط الدفاع الأول فى مجال الرقابة على عمليات التداول التى تتم بها([3])، فإن هذه الرقابة لا تكفى لضمان قيام شركات

([1]) هذا ما تقرره كذلك المادة 258 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، بنصها على التزام شركات السمسرة عند تقديمها لتوصيات إلى عملائها بشأن التعامل فى الأوراق المالية «بمراعاة ملاءمة هذه التوصيات لمتطلبات كل منهم ولحالته المالية وخبرته فى التعامل فى الأوراق المالية ولسائر ظروفه الأخرى، وذلك كله بناء على المعلومات التى يفضى بها العميل إلى الشركة ويضمنها اتفاق فتح الحساب أو ما يكون منها ظاهراً على نحو بين. ولا يجوز للشركة أن تقدم لعملائها النصيحة عن بيع أو شراء أوراق مالية ما لم تكن قد توافرت لديها أبحاث عن هذه الأوراق أو عن السوق تبرر تقديم مثل هذه النصيحة. وفى جميع الأحوال لا يجوز لغير العاملين أو المديرين المتخصصين فى الشركة تقديم مثل هذه النصيحة، وتقوم الشركة بتوفير البيانات المتوافرة لديها عن الأوراق المالية إلى من يطلبها من العملاء».

([2]) International Organization of securities commissions, objectives and principles, op. cit, p. 43.

([3]) فكما سبق أن نوهنا، تقوم البورصة بالإشراف على المعلومات التى تقدم للجمهور، فضلاً عن متابعتها لمدى قيام الشركات المقيدة بها بقواعد الإفصاح والشفافية، ثم تقوم بعد ذلك بتقديم تقارير دورية عن حركة تداول الأوراق المالية المقيدة بها إلى الهيئة العامة لسوق رأس المال من خلال الإخطارات التالية: 1- إخطار يومى عن حركة التداول، يتضمن بياناً لنوع الأوراق المالية التى جرى التعامل عليها، وسعر كل منها، وكمية الأوراق المتداولة، ونوع العملية، وإجمالى عدد العمليات فى اليوم. مضافاً إلى بيان عن عدد العمليات التى أجريت على الأوراق المالية غير المقيدة. 2- إخطار

السمسرة بالتزاماتها التى يفرضها القانون فى مجال التداول. صحيح أن هذه الإدارة تراقب مدى التزام الشركات المسجلة بالبورصة بقواعد وشروط التداول من خلال العديد من السبل والوسائل التى كفلها المشرع واستحدثها الواقع العملى. مع هذا فإن ضمان سير التداول يقتضى أيضاً إنزال عقوبات شديدة بمن يخالفون هذه القواعد وتلك الشروط، باعتبار أن هذا الإنزال يحرم المخالفين من بعض المزايا التى يقررها القانون، هذا فضلاً عما يمثله من ردع للآخرين عن ارتكاب جرائم مماثلة.

هذا ما حرصت القواعد الدولية على التأكيد عليه باستلزامها ضرورة التطبيق الصارم للعقوبات التى تقررها التشريعات الوضعية كخط دفاع لا غنى عنه لمنع حالات التلاعب بالأسواق والقضاء على التصرفات المضللة أو تلك المنطوية على غش أو تضليل قد يقود إلى تشويه الأسعار أو الإضرار بالمستثمرين أو بالشركات ([1]).

وفى سبيل تفعيل هذه الرقابة التى تقوم بها إدارة البورصة وتعظيم الجزاءات المنصوص عليها فى قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م، فلقد أعطى قرار السيد رئيس الجمهورية رقم 51 لسنة 1997م، بشأن الأحكام المنظمة لإدارة بورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية وشئونهما المالية، للبورصة الحق فى مباشرة الاختصاصات المقررة لها فى قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية، بما يضمن سلامة تداول الأوراق المالية وأداء

نصف شهرى وشهرى عن حركة التداول، يتضمن بياناً بحجم تداول الأوراق المالية من حيث الكمية والقيمة الإجمالية وعدد العمليات. كما يتضمن آخر سعر إقفال والقيمة الاسمية للأوراق المالية التى تم شطب سعر إقفالها. 3- إخطار سنوى عن حركة التداول، يتضمن بياناً بحجم تداول الأوراق المالية من حيث كميتها وقيمتها وعدد العمليات مقارناً بالعام السابق، مع إبراز إجماليات سوق التداول عن العام، وحركة التداول موزعة على قطاعات الأنشطة المختلفة وأهم الظواهر التى حدثت خلال العام ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية، وحجم التعامل فى الأوراق المالية ومقترحات إدارة البورصة لعلاج الآثار السلبية لتلك الظواهر. كما يجب أن يتضمن هذا التقرير بيانات لأثر تداول الأوراق المالية على قيد كل منها بالجدولين الرسمى وغير الرسمى وبياناً عن عمليات تداول الأوراق المالية غير المقيدة (م 101 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال).

([1]) International organization of securities commissions, objectives and principles, op. cit, p. 44.

المتعـاملين وحسـن سـير العمـل واسـتقرار المعـاملات فيهـا، وكـذا عـدم مخالفـة القوانين واللوائح والقرارات المتعلقة بها([1]).

ولذلك فقد ألزمـت المـادة الثامنـة مـن ذات القـرار رئـيس البورصـة بـإبلاغ رئـيس الهيئـة العامـة لسـوق المـال بمـا يقـع مـن شـركات السمسـرة، وغيرهـا مـن الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية ذات الصلة بالبورصة، من مخالفـات لأحكام القوانين واللوائح والقرارات والقواعد المنظمة للعمل بالبورصة، بما فى ذلك تقديم بيانات غير حقيقية للبورصـة خاصـة بالشـركات أو بنشـاطها، وتطبـق علـى المخالفـة الجـزاءات المنصـوص عليهـا فـى المـادتين (30،31) مـن قـانون سوق رأس المال، وعلى رئيس الهيئة اتخاذ الإجراءات القانونية حيـال المخالفـة طبقاً لأحكام هاتين المادتين([2]).

مـع هـذا وكمـا سـبق أن نوهنـا أن العبـرة ليسـت بتقريـر الجـزاء أو تنظـيم الرقابة، وإنما بتفعيل العقاب وإحكام الرقابة. لهذا يـذهب الـبعض إلـى القـول بـأن هنـاك تهميشـا للجـزاءات المنصـوص عليهـا فـى المـادتين (30،31) مـن قـانون سـوق رأس المـال، هـذا فضـلاً عـن ضـعف الـدور الرقـابى الـذى تقـوم بـه إدارة البورصة على عمليات التداول([3]). ويرجع هـؤلاء الفقهـاء هـذا إلـى عدم إعطـاء المشرع لمجلس إدارة البورصة سلطة التحقيق وتوقيـع الجـزاء عنـد ارتكـاب أى مخالفـة للقـوانين أو اللـوائح أو القـرارات المنظمـة لعمليـات التـداول، وتقريرهـا للهيئة العامة لسوق المال، على الرغم من أن مجلس إدارة البورصـة هـو الأقـدر

([1]) مـادة (2) مـن القـرار رقـم 51 لسـنة 1997م، الجريـدة الرسـمية، العـدد11 فـى 1997/3/13م.

([2]) لإجراء مقارنة مع الجزاءات التى قررها المشرع الفرنسى أو المشرع الأمريكى فـى هذا الشأن، راجع

DANG - TRAN M. - Ch. : Le contrôle de l'information, art.préc, p.28 et s ; KENADJIAN P. : L'expérience américaine, art.préc, p.36 et s.

([3]) أ/ حسـين عبـد المطلـب الأسـرج، دراسـة تحليليـة لأسـواق الأوراق الماليـة، المرجـع السابق، صـ366 ؛ د/ كريمة محمد الحسينى، دور الدولة فى الأسواق الماليـة، المرجـع السـابق، صـ251 ؛ د/ عبـد الهـادى مقبـل، بوصـة الأوراق الماليـة، المرجـع السـابق، صـ332 وما بعدها ؛ د/ صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السـابق، صـ144 وما بعدها..

على إنزال حكم القانون على المخالف والأكفأ فى ضمان سلامة عمليات التداول والأفضل فى الرقابة على حسن الأداء واستقرار السوق.

وأيا ما كانت وجهة النظر الفقهية، فقد تنوعت الجزاءات المقررة فى المادتين (30، 31) من قانون سوق رأس المال، بما يكفل ضمان سلامة الأنشطة التى تقوم بها. فالمادة 30 من القانون أجازت لرئيس الهيئة العامة لسوق رأس المال وقف نشاط الشركة إذا خالفت أحكام القانون أو لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذاً له أو إذا فقدت أى شرط من شروط الترخيص، ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة أو استكمال شروط الترخيص خلال المدة وبالشروط التى يحددها رئيس الهيئة([1]). وإذا لم تقم الشركة خلال مدة الوقف، رغم إنذارها، بإزالة أسباب الوقف، كان لمجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال الحق فى إصدار قرار بإلغاء الترخيص.

كما أعطت المادة 31 من قانون سوق رأس المال مجلس إدارة الهيئة، عند قيام خطر يهدد استقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين فى الشركة أو المتعاملين معها([2])، الحق فى اتخاذ ما يراه مناسباً من التدابير التى عددتها تلك المادة([1]).

([1]) هذا ويصدر بالوقف قرار مسبب ولمدة لا تجاوز ثلاثين يوماً. ويحدد القرار ما يمكن اتخاذه من إجراءات خلال مدة الوقف، ويسلم القرار للشركة أو تحظر به بكتاب موصى عليه مصحوباً بعلم الوصول، ويعلن عن ذلك فى صحيفتين صباحيتين يوميتين واسعتى الانتشار على نفقة الشركة. فإذا انتهت هذه المدة دون قيام الشركة بإزالة أسباب الوقف تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص.

([2]) كذلك يعد من أهم اختصاصات الهيئة الإشراف على توفير المعلومات والبيانات الكافية عن الأوراق المالية المتداولة بالسوق والجهات المصدرة لها ووسطاء التعامل فيها، فضلاً عن التأكد من صحة هذه البيانات وإتاحتها بصورة منتظمة ودورية لذوى الشأن. لهذا يذهب البعض وبحق إلى القول بأن دور الهيئة العامة لسوق المال لا يبرز إلا من خلال هذا الإشراف والحرص على توفير البيانات والمعلومات عن الأسهم التى يجرى عليها التداول، ومراعاة «المساواة التامة بين المتعاملين بالنسبة لقدر ونوعية وتوقيت المعلومات، ليصبح كل متعامل بائعاً أو مشترياً على علم بالقيمة السوقية لسعر الورقة محل التعامل للوصول إلى السعر العادل، مما ينعكس فى النهاية على حسن سير وأداء السوق ككل، حيث أن أسعار الأسهم فى البورصة تتحدد وفقاً للعرض والطلب اللذين يتحددان بدورهما بناء على المعلومات المتوافرة عن الأوراق المالية بناء على حسابات مسبقة تستند إلى بيانات وتحليلات تتصل بوضع الشركات المصدرة للأوراق المالية وكيفية إدارتها ونشاطها، ومستقبلها المالى والاقتصادى وكذلك المعلومات المتصلة

ببقية القطاعات من الأنشطة المختلفة (د/صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص139)».

([1]) وقد ذهب البعض فى تعليقه على هذا النص إلى القول وبحق أنه على الرغم من أن المادة 31 من القانون قد تعرضت لحالة على درجة كبيرة من الأهمية، تلك التى تتعلق بوجود خطر يهدد استقرار سوق رأس المال، مع هذا جاءت العقوبة هاشة ولا تتناسب مع أهمية المخالفة، حيث بدأت بتوجيه « تنبيه وليس إنذار إلى الشركة، ثم تتدرج العقوبة إلى منع الشركة من مزاولة كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاولتها ثم دعوة مجلس إدارة الشركة للانعقاد للنظر فى إزالة المخالفات المنسوبة، ويحضر الجلسة ممثل أو أكثر عن الهيئة دون تحديد لدوره أو صلاحياته. ثم تعيين عضو مراقب لمجلس الإدارة مشاركاً فى المناقشات وتسجيل رأيه فيما يتخذ من قرارات. وينتهى الأمر لحل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتاً لحين تعيين مجلس إدارة جديد. كل ذلك التدرج إزاء ارتكاب أفعال تصل من الجسامة إلى درجة الخطر الذى يهدد سوق رأس المال ولم تنص المادة على عقوبة إلغاء الترخيص. والسؤال الذى يطرح نفسه هو لماذا لا يخول للهيئة سلطة توقيع غرامات مالية على الشركات المخالفة مثل التى توقعها COB فى فرنسا على أن تكون عقوبة وقف النشاط فى حالة العود، وأن توضع الضوابط التى تكفل للشركة حق الدفاع عن نفسها، أو ترك قرار وقف النشاط للمحكمة المختصة (د/صالح البربرى، الممارسات غير المشروعة، المرجع السابق، ص146)». فعلى العكس من ذلك أعطى المشرع الفرنسى للجنة عمليات البورصة سلطات واسعة سواء فى مباشرة التحقيق أو توقيع الجزاءات إلى درجة أن وصفها البعض بأنها تجمع بين سلطات تشريعية وقضائية وتنفيذية

BEZARD P.: Le nouveau visage de la COB (La loi de la sécurité et la transparence du marché financier et la COB), RID comp, 1989, p. 956 et s; FLEURIOT P. : L'origine et le bilan de l'exercice par la COB de son pouvoir de sanction, petites affiches, n° 71, juin 1994).

فالجزاءات التى توقعها هذه اللجنة تتنوع إلى جزاءات إدارية وآخرى تأديبية، والتى تهدف إلى الحد من الممارسات المخالفة، سواء تمثلت فى اضطراب أداء السوق أو منح البعض مزايا غير مبررة. ولعل أهم هذه الجزاءات هى الغرامات المالية الصارمة التى توقعها لجنة عمليات البورصة، والتى يمكن أن تصل فى بعض الأحوال إلى عشرة ملايين يورو أو عشر أمثال ما حققته الشركة من أرباح. فجسامة المخالفة وقيمة الأرباح التى تحققت تعد الأساس فيما توقعه لجنة عمليات البورصة من غرامات، بما يحقق نوعاً من التناسب بينهما. وما يزيد الأمر أهمية هو ما أعطاه المشرع الفرنسى لتلك اللجنة من إصدار للتوصيات أو تقديم اقتراحات بالتعديل والإصلاح. فعندما لا تملك لجنة عمليات البورصة حيال المخالفة أو الإخلال باللوائح سوى سلطة الإشراف اللاحق، فإن من حقها إصدار توصيات بشأنها. كذلك أعطى المشرع الفرنسى هذه اللجنة الحق فى تقديم الاقتراحات التى تراها مناسبة لتعديل القوانين واللوائح الخاصة بإعلام حملة الأسهم والجمهور أو تلك المتعلقة بالسوق. لمزيد من التفصيل حول هذه الجزئية، راجع:

مع هذا وعلى الرغم من قسوة وتنوع الجزاءات والتدابير التى نص عليها القانون، فإن العبرة بالتزام الشركات وتحملها المسئولية تجاه الدولة والمساهمين والمتعاملين معها([1]). فليست العبرة بإقرار قواعد للحوكمة، وإنما بالتزام الشركات بإعمال أحكامها وقيام هيئات الرقابة والوسطاء بأداء دورهم والوفاء بالتزاماتهم. فنجاح تجربة حوكمة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية لا يعتمد فقط على إدارتها الرشيدة وما ترسمه من سياسات وما تعلنه من معلومات تتسم بالشفافية، أو على قيام إدارة سوق رأس المال بدورها المنشود الذى رسمه المشرع، وإنما كذلك على الدور الذى يقوم به الوسطاء أو بمعنى أدق سماسرة الأوراق المالية. فالدور الذى يقوم به هؤلاء السماسرة، سواء عند تنفيذ الأوامر وما يصاحبه من التزام بالتبصير أو عند تحليلهم للبيانات وإيضاحها للمستثمرين، يساعد بدون شك إدارة الشركات التى يجرى التعامل على أوراقها المالية فى تنفيذ سياستها نحو النهوض بالشركة وتطبيق أسس وسياسات الحوكمة. فالحوكمة ليست غرضاً فى حد ذاته، بقدر ما هى وسيلة لتحقيق أهداف معينة. ومن ثم فانه لتحقيق هذه الأهداف يتعين قيام كل الأطراف المرتبطة بهذه الشركات بأداء دورها على الوجه الأكمل، لأنه قد تضع إدارة الشركة إطاراً للتوجيه وتلتزم بكل معايير وأسس الحوكمة ولكن لا تتحقق النتائج المرجوة، نظرا لعدم قيام سماسرة الأوراق المالية بدورهم المنشود. بل على العكس ما يقومون به من ممارسات قد تؤدى إلى تلاشى النتائج التى أرادت إدارة الشركة تحقيقها من وراء انتهاجها طريق الحوكمة.

كذلك يحتاج نجاح تجربة الحوكمة بالنسبة لهذا النوع من الشركات ضرورة صياغة قواعد لتحديد كيفية خروج تلك الشركات من الهزات التى قد تتعرض لها، إذا أقدم هؤلاء الوسطاء على الغش أو التلاعب فى الأسواق. فهذه القواعد تبدو أهميتها بوضوح عند حدوث إحدى الهزات أو الأزمات المالية، لاسيما بالنسبة للشركات الملتزمة بقواعد الحوكمة والمطبقة لأحكامها. فهذه

SALOMON R.: La réforme de la procédure de sanction de la COB par les décrets du 1er août 2000, revue des sociétés, no 5, sept-oct, 2000, p. 312 ; DANG-TRAN M.-Ch. : Le contrôle de l'information, art.préc, p.28 et s.

([1]) VIANDIER A. : Sécurité et transparence, art.préc, 3420..

الأخيرة تحبذ إعمال قواعد الإفلاس ونزع الملكية عن تدخل الدول للخروج من مثل هذه الأزمات.

ولهذا ينادى البعض بضرورة صياغة قواعد قانونية تلزم المنشآت بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بديونها والتزاماتها، وقوانين تلزم الوسطاء الماليين بعدم الغش والتلاعب، «وقوانين ولوائح تسمح بإجراءات سريعة وكافية للإفلاس ونزع الملكية (رفع اليد عن الأعيان المرهونة) تراعى العدالة للدائنين وغيرهم من أصحاب المصلحة([1])». فالعامل الأساسى فى عدم انضباط حوكمة الشركات يرد إلى غياب الشفافية والإفصاح عن ديون الشركة من ناحية، وإلى التردد فى اتخاذ الإجراءات الوقائية، كالإفلاس ونزع الملكية من ناحية أخرى([2]). هذا ما أعلنه صراحة الأستاذ دان كونيجز بيرج ([3])، بتقريره «أن التردد المستمر للحكومات فى السماح بتطبيق آليات التصفية مثل الإفلاس ونزع الملكية ساهم بشكل فاعل فى حدوث العديد من الأزمات وفى إخفاق قواعد الحوكمة، لأننا بعد أن نشرح الموضوع للجميع وتصبح هذه الإجراءات على وشك التنفيذ تتدخل الحكومة وتفعل شيئاً آخر فى مكان آخر([4])».

خاتمـــــة

إذا كانت حوكمة الشركات تعد من أهم القضايا التى تشغل بال وفكر رجال المال والاقتصاد وتسيطر على عقول العلماء والمفكرين، فإن إعمال أحكامها وجنى ثمارها يحتاج إلى تضافر كل الجهود وإخلاص كل الأطراف. فليس هناك شيئاً أسهل من وضع الأسس والضوابط وإبراز المزايا

([1]) تأسيس حوكمة الشركات فى الأسواق الصاعدة، مركز المشروعات الدولية الخاصة، CIPE، القاهرة، 2005، ص30.

([2]) د/أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية فى الأسواق الناشئة، المرجع السابق، صـ44، حيث يقرر أن من بين الحصون المقررة « لمواجهة ذعر المودعين أو الدائنين، مدى توافر نظام واضح وفعال ويتميز بالشافية لإدارة حالات الإفلاس والتصفية وكافة ما يترتب على أزمة المديونية من مشاكل». راجع كذلك،

VIANDIER A. : Sécurité et transparence, art.préc, 3420.

([3]) مستشار وزارة المالية الكورية بعد الأزمة الآسيوية.

([4]) www.cipe.org, p.30.

والخصائص، ولكن الصعوبة تتمثل فى حسن تطبيقها والاستفادة منها. بعبارة أخرى من السهل وضع الأسس والضوابط التى تحكم إدارة الشركات وتحقق الاستفادة الكاملة من مقومات نجاحها، وإنما الصعوبة تكمن فى كيفية إعمالها وتطبيقها على أرض الواقع.

فى الحقيقة إن العنصر البشرى يعد هو المحك الرئيسى والمخاطب الأساسى بقواعد الحوكمة. فالعنصر البشرى يتدخل عادة لإضفاء بعض الجوانب الإيجابية أو السلبية على الظواهر الإنسانية، وهو ما يظهر بصورة واضحة فى الشركات التجارية بصفة عامة وفى مجال الشركات الخاضعة لقواعد الحوكمة بصفة خاصة. لهذا ذهب البعض وبحق إلى القول بأن الكشف المستمر عن أى نجاح يتحقق أو إظهار أى معوق يعرقل يعد من أهم الآليات القادرة على تفعيل الاقتصاديات الكبرى([1]). ولا جدال أن توافر المعلومة الكاملة لكافة المتعاملين فى مجال الأوراق المالية يمثل دعامة أساسية لنجاح سوق المال ونموه. فالمعلومة يمكن استغلالها وتسخيرها إما لصالح الشركة أو السوق، أو على العكس لتحقيق المصلحة الشخصية لبعض المسئولين عن إدارة الشركة أو الرقابة والإشراف على سوق رأس المال. فتوافر المعلومات وتدفقها لكل المتعاملين على أسهم الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية يمثل أهم عناصر الشفافية لهم والوقاية لسوق رأس المال.

وفى إطار طرحنا لموضوع البحث تعين علينا تحديد الإطار القانونى لحوكمة الشركات، لاسيما تلك المقيدة بسوق رأس المال. فلاشك أن هناك تنازع أو تعارض بين رجال القانون والمال والاقتصاد حول المصطلح Corporate Governance، وإن كنا أطلقنا على هذا المرادف لفظ الحوكمة، فإننا بينا بوضوح أن المقصود منه هو الإدارة الرشيدة، سواء تمثلت فى إدارة الشركة المطبقة لقواعد هذا الاصطلاح، أم فى إدارة السوق الذى يتم فيه تداول الأوراق المالية التى تصدرها الشركات التجارية. فإذا كان الأصل أن إدارة الشركات المصدرة للأوراق المالية هى التى تملك الوسائل التى تمكنها من الاستغلال الأمثل لموارد الشركة والمحافظة الكاملة على أموال الشركاء والمستثمرين، فإن وضع تلك الشركات لن يستقيم إلا إذا مارست إدارة أسواق المال سلطتها

([1]) د/ حسين فتحى، تعاملات المطلعين، المرجع السابق، ص 211.

وأحكمت رقابتها على تداول الأوراق المالية المقيدة بها. فلقد حان الوقت لتعى الجهات القائمة على رقابة سوق رأس المال أن عليها دوراً مهماً فى ضبط قواعد الحوكمة، وأن أدائها لهذا الدور وقيامها بهذه المهمة من شأنه تشجيع المدخرين على استثمار أو توظيف أموالهم ومدخراتهم فى مجال الأوراق المالية.

وفى سياق المعالجة حاولت الدراسة أن تضع أمام القارئ كافة الأسس والضوابط التى تساعد على نجاح الحوكمة، لاسيما بالنسبة للجانب الأهم من الشركات التجارية وهى المقيدة لأوراقها المالية بأسواق رأس المال. وإذا كان عرضنا لهذا الموضوع قد جاء بصورة موجزة إلا أننا حاولنا أن يحقق الغرض منه وأن يثير الانتباه إلى عدة مسائل هى :

1- أن الإدارة المثلى التى تعد محور نظام الحوكمة هى التى تسعى إلى تحقيق الأهداف المرجوة من هذا النظام واستغلال كافة موارد الشركة وحسن توجيهها مع الوفاء بمعايير الإفصاح والشفافية. فهذا الاستغلال هو الذى يضمن أكبر قدر من الاستقرار للشركة ويفى بمتطلبات الشركاء وحملة السندات. فالمستثمر يبحث فى المقام الأول عن الشركات التى تسعى إدارتها لتوجيه نشاط الشركة نحو تنفيذ الأطر التى رسمتها، والتى تحقق مصلحة الشركة وتحمى حقوق الشركاء وهؤلاء المستثمرون .

2- أن حسن أداء الشركة لمعايير الحوكمة يعتمد بصورة أساسية على أدائها المالى، فهذا الأخير يعد أفضل الأسس لقياس أو تقييم ممارسة الحوكمة.

3- أن ضبط الحوكمة يعتمد كذلك على كفاءة المناخ التنظيمى والرقابى، والذى يرتكز على دعامتين أساسيتين هما الإفصاح والشفافية، والمعايير المحاسبية السليمة، حيث أثبتت الدراسات التى أجريت لدراسة الأزمات المالية التى تعرضت لها بعض الشركات الأمريكية أو تلك التى تعرضت لها الشركات فى دول شرق آسيا، أن السبب الحقيقى فى حدوثها يرجع إلى عدم دراية القائمين على إداراتها بآليات التعامل على نحو يسمح لهم بحسن الرقابة أوالاستغلال والتوجيه الأمثل لرأس المال.

4- أن الإفصاح والشفافية يمثلان ضرورة لاغنى عنها فى نجاح الحوكمة، إذ يعدا حجر الزاوية فى نجاح سوق المال من ناحية وفى نهضة الشركات من ناحية أخرى. فالإفصاح والشفافية يعدا وبحق ضرورة من

ضرورات الأنشطة الاقتصادية والتجارية، لاسيما تلك التى تتم منها داخل أسواق المال. ولهذا ركَّزت الدراسة على التزام الشركات بمتطلبات الإفصاح والشفافية، وعلى أهمية قيام الجهات الرقابية بأداء الدور المنوط بها فى متابعة وفاء الشركات بهذه المتطلبات، حيث أن أداء هذا الالتزام يتوقف على قيام تلك الجهات بمهامها وحسن قيامها بما رسمه لها المشرع من دور. فنجاح نظام الحوكمة فى مجال الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية يعتمد بصورة كبيرة على الدور الذى تمارسه جهات الرقابة، وبصفة خاصة الهيئة العامة للرقابة المالية، لاسيما فى مجال التداول. فلقد خص المشرع هذه الهيئة بمراقبة سوق الأوراق المالية وذلك للتأكد من سلامة العمليات التى تتم بها من ناحية، وأنها تتم من خلال القنوات الشرعية للتداول من ناحية أخرى. فإذا كان المشرع قد أناط بتلك الهيئة رقابة سوق الأوراق المالية، فإن الهدف من ذلك ليس فقط الاطمئنان على أن التعاملات التى تتم لم يشوبها غش أو استغلال أو كانت محلاً لمضاربات وهمية، وإنما أيضاً للتأكد من أنها قد تمت من خلال بورصات الأوراق المالية.

5- أن نجاح نظام الحوكمة يعتمد أيضاً على تحديد مسئوليات مجلس الإدارة على نحو واضح ودقيق، ما تعلق منها بما ترتبه الاختصاصات العامة من مسئولية، أو ما ينشأ منها نتيجة للإخلال بواجب الإفصاح والشفافية.

6- إن ضبط قواعد الحوكمة يقوم أخيرا على إحكام الدور الذى تضطلع به شركات السمسرة، سواء فى تنفيذ أوامر البيع والشراء، أو فى تحليل البيانات وإيضاحها للمستثمرين.

مع هذا ومع مراعاة ضوابط وأسس الحوكمة يمكننا القول بأن الحوكمة ليست علاجاً سحرياً يمكن من خلاله الخروج بجميع الشركات من الأزمات التى قد تتعرض لها. فليست جميع الشركات التى تعمل قواعدها ناجحة. فالبعض منها قد يتعرض لأزمات مالية تودى بها إلى النهاية، والدليل على ذلك تلك الأزمة المالية التى تعرضت لها الشركات فى دول جنوب شرق آسيا وفى الولايات المتحدة الأمريكية([1]). ولعل مثل تلك الأزمات هى التى تدعونا إلى

([1]) فالدراسات تشير إلى أن المؤسسات المالية والشركات التجارية مرتفعة الأداء هى التى يمكنها أن تنفذ بدقة ضوابط وإرشادات الحوكمة. فمازالت معظم الشركات التى تأخذ بهذا النظام بحاجة ماسة إلى تطبيق معايير واضحة تمنع الإقراض غير المدروس

البحث عن أساليب وآليات للخروج منها، بل إنها هى التى حثت المشرعون فى معظم النظم القانونية إلى وضع قوانين تنظم آليات التصفية وإمكانية تحويل بعض الاستثمارات إلى منشآت جديدة تساهم بدور فى تنشيط ورواج الاقتصاد القومى.

فالمتخصصون فى دراسة الأزمات المالية التى تتعرض لها الكيانات المالية العالمية يفضلون عدم تدخل الدولة بحلول عملية فى تفادى مثل تلك الأزمات، بل أنهم يؤكدون على ضرورة التزام حكومات الدول بإعمال آليات التصفية والتحول من ناحية، وإلى ضرورة التأكد من إفصاح تلك الكيانات المالية وغير المالية إفصاحاً حقيقياً عن ديونها والتزاماتها من ناحية أخرى، لأن غياب الشفافية الحقيقية بشأن هذه الديون يعد من أهم العوامل التى تقود إلى هذه الأزمات، بل أنها تسهل الاستيلاء على أصول الشركة والوصول بها إلى الضياع التام، ومن ثم استحالة تحولها نحو نشاط آخر منتج.

وغير المبنى على أسس سليمة، والذى انتشر فى الآونة الأخيرة، وفى بعض الاقتصاديات النامية والمتقدمة، والذى يعد السبب الأساسى فى حدوث معظم الأزمات المالية التى حدثت فى الفترة الأخيرة.

قائمة المراجع

1- المراجع العربية

- **د/ أبو زيد رضوان**، الشركات التجارية، شركات المساهمة (وفقا لأحكام القانون رقم 159 لسنة 1981) والقطاع العام، دار الفكر العربى، 1983.
- **د/أحمد بركات مصطفى**، حماية أقلية المساهمين فى شركات المساهمة، دراسة مقارنة، دار النهضة العربية، 2008.
- **د/أحمد بركات مصطفى**، سوق الأوراق المالية (البورصة)، ضمن مجموعة محاضرات الدورة القانونية التى نظمها مركز الدراسات القانونية لخدمة المجتمع بكلية الحقوق- جامعة أسيوط بالاشتراك مع شعبة الأوراق المالية بالغرفة التجارية بأسيوط، 2006/11/19.
- **د/أحمد محمد محرز**، الوسيط فى الشركات التجارية، منشأة المعارف، 2004.
- **د/أحمد يوسف الشحات**، الأزمات المالية فى الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق أسيا، دار النيل للطباعة والنشر، 2001.
- **د/ المعتصم د بالله الغرياني**، حوكمة شركات المساهمة، دراسة فى الأسس الاقتصادية والقانونية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008.
- **د/ تركى الشمرى**، حوكمة الشركات فى دول الخليج العربى، القبس، العدد 12336، الأربعاء، 3 أكتوبر 2007.
- **أ/حسين عبد المطلب الأسرج**، آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار، مجلة مصر المعاصرة، العدد 478/477، يناير – أبريل 2005.
- **أ/ حسين عبد المطلب الأسرج**، دراسة تحليلية لأسواق الأوراق المالية فى الدول العربية، مجلة مصر المعاصرة، العدد 481، يناير 2006.
- **د/ حسين فتحى**، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، 2009.
- **د/حسين فتحى**، شركة المساهمة، مطبعة جامعة طنطا، 2008.
- **د/حسين فتحى**، التنظيم القانونى لشركات المساهمة، بدون دار نشر، 2010.
- **د/ حماد مصطفى عزب**، حق المساهمين فى الإعلام تجاه الشركة، بدون دار نشر، 2010.
- **أ/ راندولف واليرس**، جريدة الدستور، العدد 15601، 2007/10/2.

- **د/ زينب توفيق السيد عليوة**، المستثمرون الأجانب فى البورصة المصرية خلال الفترة من 1997 إلى 2005، مجلة مصر المعاصرة، العدد 482، أبريل 2006.
- **د/ سامح يوسف الترجمان**، تقديم التقرير السنوى للبورصة المصرية، الكتاب الاقتصادى، مؤسسة الأهرام، 2000.
- **أ/ سعيد رمضان عرفه**، الرقابة على سوق رأس المال وأثرها على استقرار ونمو السوق (دراسة حالة لمصر)، رسالة ماجستير، كلية الحقوق - جامعة الزقازيق، 2007.
- **د/ سميحة القليوبى**، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، 1989.
- **د/ سميحة القليوبى**، أحكام تداول الأسهم، المبادئ العامة التى تحكم تداول الأسهم، ضمن مجموعة محاضرات الدورة القانونية التى نظمها مركز الدراسات القانونية لخدمة المجتمع بكلية الحقوق- جامعة أسيوط بالاشتراك مع شعبة الأوراق المالية بالغرفة التجارية بأسيوط، 2006/11/19.
- **د/سميحة فوزى**، حوكمة الشركات فى مصر مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى، ضمن حوكمة الشركات فى القرن الحادى والعشرين، الفصل الحادى والثلاثون، ص361.
- **د/سيد إبراهيم عبد الفضيل**، أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على سوق رأس المال المصرى فى ظل عولمة الأسواق الصاعدة، مجلة مصر المعاصرة، العدد 483، يوليو 2006.
- **د/ صالح البربرى**، الممارسات غير المشروعة فى بورصة الأوراق المالية، دراسة قانونية واقتصادية مقارنة، مركز المساندة القانونية، القاهرة، 2001.
- **د/صالح راشد الحمرانى**، دور شركات السمسرة فى بورصات الأوراق المالية، ط1، 2004.
- **د/ عاشور عبد الجواد عبد الحميد**، بعض جوانب النظام القانونى لأسواق رأس المال، دراسة فى تشريعات مصر والكويت والأردن مقارنة بالنظامين الفرنسى والأمريكى، دار النهضة العربية، 1995.
- **د/ عاطف وليم أندراوس**، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- **د/عبد الستار عبد الحميد محمد سلمى**، حوكمة الشركات والنمو الاقتصادى مع الإشارة للوضع فى مصر، مجلة مصر المعاصرة، العدد 492، أكتوبر 2008.
- **د/ عبد الفضيل محمد أحمد**، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة، بدون سنة نشر.

- **د/ عبد الهادى مقبل**، بورصة الأوراق المالية وقانون سوق رأس المال، دار النهضة العربية، 2007.
- **د/ عصام أحمد البهجى**، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية فى التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، 2009.
- **د/ عصام حنفى محمود**، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح، دار النهضة العربية، 2006.
- **د/ عماد صالح سلام**، إدارة الأزمات فى بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبى، 2002.
- **أ/ماجد شوقى**، حوكمة الشركات: سهلة المنال بالنسبة للأسواق المتقدمة ... صعبة المنال بالنسبة للأسواق الناشئة؟www.cipe-arabia.org
- **د/ماجدة شلبى**، تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية فى ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق، مجلة مصر المعاصرة، العدد 492، أكتوبر 2008.
- **د/محمد إبراهيم موسى**، الوجيز فى الشركات التجارية، مطبعة جامعة طنطا، 2007.
- **د/محمد حلمى عبد التواب**، البورصة المصرية، آلية عملها – الربط بين البورصات، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، 2004.
- **د/ محمد سويلم**، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، 1992.
- **د/ محمد فريد العرينى**، الشركات التجارية، المشروع التجارى الجماعى بين وحدة الإطار القانونى وتعدد الأشكال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2009.
- **د/ محمد كامل أمين ملش**، شرح القانون التجارى التكميلى، مطبعة دار الكتاب العربى، 1952.
- **د/منير إبراهيم هندى**، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993.
- **د/منير إبراهيم هندى**، متى يظهر صناع السوق، مجلة البورصة المصرية، العدد 58، 1998/6/22.
- **أ/نرمين أبو العطا**، حوكمة الشركات .. سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، **www.cipe-arabia.org**

2- المراجع الأجنبية

- ARCHAMBAULT F. L'information n'est pas un jeu, c'est une responsabilité, Gaz pal, 8 mai 1993.
- AUCKENTHLER F.: Bourse de valeur, législation, nouvelles procédures de sanctions de la COB, JCP, n° 35, août 2000.
- BERNARD J.-F. : Capital markets, M.Macmillan, 1991.
- BEZARD P.: Le nouveau visage de la COB (La loi de la sécurité et la transparence du marché financier et la COB), RID comp, 1989.
- CREDOT F. –J: Droit de la bourse, petites affiches, n° 143, 30 novembre, 1994.
- DANG-TRAN M.-Ch. : le contrôle de l''information financière en France, petites affiches, 16 octobre, n° 124, 1998.
- DE VAUPLANE H. : Monopole des sociétés de bourse et contre-partie obligatoire, Revue de droit bancaire et de la bourse, n° 27, sept-oct, 1991.
- DE VAUPLANE H.& BORNET J.-P. : Droit de la bourse, Litec, 1998.
- DEZOUZE E.: La réforme de la procédure de sanction administrative de la COB, JCP, 1997.
- DION N.: Corporate governance et sociétés françaises, Juris – Classeur, droit des sociétés, juillet – août, 1995.
- DOUCOULOUX- FAVARD C.: délit d'initié cumulé au délit de fausse information, pitites affiches, novembre 1994.
- DUCOULOUX FAVARD C.: Le délit d'initié dix ans de jurisprudence et d'activité de la COB, Gaz. Pal, 1984.
- DUCOULOUX – FAVARD C.: Comment sanctionner l'initié?, petites affiches, juin 1995.

- FISHER J. & BEWSEY J. : The law of investor protection, Sweet & Maxwell Ltd, 1997.
- FLEURIOT P. : L'origine et le bilan de l'exercice par la COB de son pouvoir de sanction, petites affiches, n° 71, juin 1994.
- FRANCIS J.-C. : Management of investments, International Student Edition, Mc GRAW-Hill International Book Company, 1983.
- GARBADE K. : Securities markets, McGraw – Hill Book Company, 1982.
- GERMAIN M.: Transparence et information, Petites affiches, 1997.
- GUYON Y. : Droit des affaires, droit commercial en général et sociétés, Economica, T.I, 12 éd, 2003.
- HEURTEUX C.: L'information des actionnaires et des epargnancts en droit français et comparé, thèse Grenoble, 1960.
- JOHNSON T.-E. : Investment principles, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1978.
- KENADJIAN P.: L'expérience américaine, petites affiches, 16 octobre, n° 124, 1998.
- KNIGHT J.-R. : The management of conflicts of interest in multi-functions securities market, C.O.B, acts de conference, Paris, 1986.
- LAUDE A.: L'information financière, Revue de droit bancaire, n° 6, (novembre – décembre) 2000.
- MAQUIL M.: La bourse, garante de la transparence des marchés financiers, www.google.com.
- MARIN J.-C.: Le délit d'initié en droit français, pétites affiches, 1994.
- MARIN J.-C.: La mission du juge dans la prévention des abus, Revue de jurisprudence commercial, 1991.

- MARINI ph.: Les autorités de marché, source institutionnelle de la securité des marchés financiers, petites affiches, 1996.
- MARTY D.: Les initiés, D, 1976, p. 94.
- MAZET et FORSCHBACH: Le monopole des sociétés de bourse en matière d'opérations sur valeurs mobilières apprès la loi du 22 janvier 1988, J.C.P., 1989.
- MOURRE A.: La sécurité et la transparence du marché financier, Gaz pal, n° 133, mai 1990.
- MOUSOULAS S.: autorégulations, déontologie professionelle et éducation de l'investisseur, Bourse et produits financiers, mai- juin 1998.OECD, Principles of corporate governance, 2004.
- PAGE A.-C. & FERGUSON R.-B. : Investor protection, Weidenfeld & Nicolson, London, 1992.
- PELTIER F.: Dévoir d'information de l'intermédiaire financier, Banque et droit n° 30, juilly – aôut, 1993.
- PINATTIN J. -P.: La France soufre d'un manqué de culture financière, Revue Banque, décembre 1997.
- RIVES-LANGE J.-L.: L'abus de majorité, Revue de jurisprudence commercial, n° spécial, 1991.
- ROGER A.: La notion d'avantage injustifié, JCP, 1998.RONALD. F.: Ethics and corporate governance, an Australion Handbook, University of New South Wales, Press, LTD, 2000.
- RUTTERFORD J.: Introduction to stock exchange investment, M. Macmillan, 1993.
- SAINT – GEOURS J. : L'information boursière, petites affiches, 1994.
- SALOMON R.: La réforme de la procédure de sanction de la COB par les décrets du 1er aôut 2000, revue des sociétés, n° 5, sept-oct, 2000.
- TEWELES R.-J, BRADLEY E. & TEWELES T.-M. : The stook market, sixth ed, John Wiley, 1992.

- TILLAYE M.: L'information des actionnaires préalable et concomitante à la réunion de l'assemblée générale ordinaire annuelle dans les sociétés faisant publiquement appel à l'epargne, thèse, Paris, 1973.
- TIROLE J.: Corporate Governance, Econometrica, vol. 69, n° 1, 2005.
- TRICOT D.: Abus de droit dans les sociétés, abus de majorité et abus de minorité, RTD,com, 1994.
- TUNC A.: Le gouvernement des sociétés anonyms, le movement de réforme aux Etats-unis et au Royaume-Uni, RID Comp, 1994.
- VAUPLANE H.: Utilisation d'un information privilégiée, Banque et droit, n° 32, novembre – décembre, 1993.
- VIANDIER A.: Sécurité et transparence du marché financier, commentaire des titres 1 et 2 de la loi du 2 août 1989, JCP, éd G, n° 49, 1989, 3420.